全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

SNAP JUDGMENT

When to Trust Your Instincts, When to Ignore Them, and How to Avoid Making Big Mistakes with Your Money

顶级行为金融学专家
[美]大卫·阿德勒（David E. Adler）◎著
李伟◎译

现代投资组合理论之父，诺贝尔经济学奖
哈里·马科维茨隆重推荐

投资决策中的心理博弈

·别让直觉毁了你的投

直觉，
何时该听信它？何时又该弃之不理？

中国人民大学出版社
China Renmin University Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资决策中的心理博弈

SNAP JUDGMENT

When to Trust Your Instincts, When to Ignore Them, and How to Avoid Making Big Mistakes with Your Money

[美] 大卫·阿德勒（David E. Adler）◎著
李伟◎译

中国人民大学出版社
·北京·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

投资决策中的心理博弈 /（美）阿德勒著；李伟译．—北京：中国人民大学出版社，2011

ISBN 978-7-300-13184-9

Ⅰ.①投… Ⅱ.①阿… ②李… Ⅲ. ①投资-基本知识 Ⅳ.①F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2010）第 263138 号

投资决策中的心理博弈
[美]大卫·阿德勒 著
李伟 译
Touzi Juece zhong de Xinli Boyi

出版发行	中国人民大学出版社		
社　　址	北京中关村大街31号	邮政编码	100080
电　　话	010-62511242（总编室）		010-62511398（质管部）
	010-82501766（邮购部）		010-62514148（门市部）
	010-62515195（发行公司）		010-62515275（盗版举报）
网　　址	http:// www. crup. com. cn		
	http:// www. ttrnet. com（人大教研网）		
经　　销	新华书店		
印　　刷	北京京北印刷有限公司		
规　　格	170 mm × 230 mm 16开本	版　　次	2011 年 3 月第 1 版
印　　张	15.75 插页2	印　　次	2011 年 3 月第 1 次印刷
字　　数	183 000	定　　价	42.00 元

版权所有　　侵权必究　　印装差错　　负责调换

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



一切为了您的阅读价值

常常阅读我们图书的读者一定都记忆犹新，2008年以前出版的图书中，都放置了一篇题为"一切为了您的阅读体验"的文章，文中所谈，如今都得到了读者的广泛认同，也得到了出版业内同行的追随。

在我们2008年以后的新书以及重印书中，读者会看到这篇"一切为了您的阅读价值"；而对于我们图书的新读者，我们特别在整本书的最后几页，放置了"一切为了您的阅读体验"的精编版。今后，我们将在每年推出崭新的针对读者阅读生活的不同设计和思考。

★ 您知道自己为阅读付出的最大成本是什么吗?
★ 您是否常常在阅读过一本书籍后，才发现不是自己要看的那一本?
★ 您是否常常发现书架上很多书籍都是一时冲动买下，直到现在一字未读?
★ 您是否常常感慨书籍的价格太贵，两百多页的书，值三十多元钱吗?

阅读的最大成本

读者在选购图书的时候，往往把成本支出的焦点放在书价上，其实不然。**时间才是读者付出的最大阅读成本。**

阅读的时间成本=选择图书所花费的时间+阅读图书所花费的时间+误读图书所浪费的时间

选择合适的图书类别

目前市场上的**图书来源**可以分为**两大类，五小类：**

1. 引进图书：引进图书来源于国外的出版公司，多为从其他语种翻译成中文而出版，反映国际发展现状，但与中国的实际结合较弱，这其中包括三小类：

a）教科书：这类书理论性较强，体系完整，但多为学科的基础知识，适合初入门的、需要系统了解一门学问的读者。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

b）专业书：这类书理论性、专业性均较强，需要读者拥有比较深厚的专业背景，阅读的目的是加深对一门学问的理解和认识。





c）大众书：这类书理论性、专业性均不强，但普及性较强，贴近现实，实用可操作，适合一门学问的普通爱好者或实际操作者。

2. 本土图书：本土图书来源于中国的作者，反映中国的发展现状，与中国的实际结合较强，但国际视野和领先性与引进版相比较弱，这其中包括两小类，可通过封面的作者署名来辨别：



a）"著"作：这类图书大多为作者亲笔写就，请读者认真阅读"作者简介"，并上网查询、验证其真实程度，一旦发现优秀的适合自己的作者，可以在今后的阅读生活中，多加留意。系统地了解几位优秀作者的作品，是非常有益的。

b）"编著"图书：这类图书汇编了大量图书中的内容，拼凑的痕迹较明显，建议读者仔细分辨，谨慎购买。

七 阅读的收益

阅读图书最大的收益，来自于获取知识后，**应用于**自己的**工作和生活**，获得品质的**改善和提升**，由此，油然而生一种无限的**满足感**。

业绩的增长 

 一张电影票

职位的晋升 

收益 花费

 一顿麦当劳

一本书

工资的晋级 



一次打车费

更好的生活条件 

 两公斤肉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引言 三思而后行 1

第一部分 别让直觉毁了你的投资

直觉是人类在进化过程中因逐渐适应环境而产生的一种能力，时至今日，它在生活中的一些特定领域仍然非常有用。然而，在投资的时候，完全相信直觉绝对是一个灾难，这只会让你迷失方向。

第1章 我们在金钱的世界里迷失了 12
第2章 股票投资中的两大心理误区 18
第3章 不要迷信基金业绩的持续性 27
第4章 债券何以被忽视 33
第5章 退休金面临的困惑 38

第二部分 做逆势交易的赢家

大部分人做金融预测时完全是随意的：根据市场当前的表现为其未来的走势下定论。尽管这样做心理上说得过去，但却是不明智的行为，股市未来的实际走向与多数投资者的预测往往背道而驰。

第6章 分散你的投资 46
第7章 发现股票的准入时机 56
第8章 抓住股市中的“丑小鸭” 65
第9章 打出动量效应和价值投资的组合拳 69
第10章 有些直觉是可以相信的 76

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分 无处不在的个人金融决策

在金融市场和其他需要量化的情况以外，直觉拥有不可估量的作用。人类在进化的过程中之所以形成了直觉，是因为一些情况需要发挥直觉的作用。但切勿过分依赖直觉，当涉及个人的重要决策时，务必三思而后行。

第11章 直觉不是你的人身保镖 80
第12章 当心信用卡陷阱 88
第13章 社会保障金中的秘密 96
第14章 这些要“命”的决策 99
第15章 让专家帮你选择医疗保险 104

第四部分 其实这也是一种投资

直觉和武断不仅让我们在投资上误入迷途，在其他赌博形式上，比如赌马，它们也会带来很多麻烦。我们难以忍受损失的痛苦，所以，即便已经处于劣势，但为了扭转败局，我们仍然愿意铤而走险，而这，只会让我们越陷越深，难以自拔。

第16章 那些视而不见的错误 110
第17章 为什么投资者偏爱冷门 123
第18章 揭开拉斯维加斯的神秘面纱 134
第19章 只选“对”的，不选“贵”的 141
第20章 谨慎行事并非全是安全之策 152

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五部分 如果你是金融机构的CEO

在金融危机中，华尔街的CEO们不停地增加风险投资，最终他们眼睁睁地看着自己的银行覆灭，留下了上万亿美元的烂摊子交给美国人民收拾。但值得注意的是，我们仍然看到少数CEO处变不惊，他们将自己的金融机构管理得井井有条。相比其他CEO，这部分人是成功的，他们成功的秘诀何在？

第21章 顽固不化的CEO 158
第22章 妄自尊大的CEO 164
第23章 解雇滥竽充数的CEO 170
第24章 用CEO的行为指导投资 172
第25章 那些华尔街的罪魁祸首 174

第六部分 迷信直觉的代价

金融泡沫和肥皂泡相似，状态极不稳定。市场只要出现价格上涨的局面，投资者必定趋之若鹜，推动价格循环飙升。这会给人一种错觉，似乎价格将只涨不跌。到后来，当价格被投资者推涨到难以维系的程度时，金融泡沫顿时破裂，残留下一片狼藉的金融灰烬。

第26章 泡沫就是这样产生的 182
第27章 罗德岱堡的房市动荡 188
第28章 信贷风暴来袭 194
第29章 充满风险的银行挤兑 204
第30章 危机后的反思 209

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七部分　投资决策中的心理博弈

现在你已经明白：在处理金融问题时，直觉会影响你的决策。你可以跟随大众的脚步，或是跟着感觉走，依靠直觉来做决策；当然，你也可以经过深思熟虑做出更加周全的金融决策。相信迅速的直觉还是周密的思考？由你决定！

第31章　轻松打败直觉的5大策略　220
第32章　做出理性的投资决策　232

译者后记　235

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

三思而后行

除了诱惑我什么都能抵抗。

——奥斯卡·王尔德

本书是关于金融决策心理学的著作，讲的是我们的直觉和直觉判断与金融市场的关系乃至与当今生活其他领域的关系，这些直觉判断导致我们采取了一些不符合我们最佳利益的决策。畅销书《决断 2 秒间》（*Blink*）对直觉的功能推崇备至，本书也认为，我们的直觉在一些方面能够为我们提供有效的指引，比如说谈恋爱。然而，在投资的时候，完全相信你的直觉绝对是一个灾难，这只会让你迷失方向。**在选股票或者是预测房地产繁荣期何时结束时，决断和第一印象非常不适合用来计算概率或是复利，也不适合用来预测股市未来的走向。**

本书研究了关于金融的诸多决策，包括挑选股票、债券、共同基金和医疗保险等，而且还分析了赌博者如何错误地理解了概率，以及运动队和公司该怎样通过了解概率来改进各自的策略等。这些事例向我们表明，人们会不自觉地把现在的金融走势推及未来，造成我们盲目乐观或是恐慌，陷入悲惨无望的境地。**整个金融行业对我们的直觉错误了如指掌，并且知道怎样在我**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们投资的时候误导我们。

本书要传达一个积极而实在的信息：**在投资的时候，你可以通过自学来认识自己的直觉导致的错误**。这将有助于你妥善地对待直觉，进行尽可能深入的思考，掌握尽可能多的信息。只有这样，才能避免直觉的误导。

本书同样全面地展示了迅速发展的行为经济学领域的诸多有趣发现。行为经济学既研究心理学，也研究金融学。行为金融学作为行为经济学的一个分支，它的一些早期思想现在已广为人知，属于当今主流投资建议之一。但是，还有很多当代行为金融学的研究和思想并没有为大众所知。我竭尽所能地走访了掌握这些思想的专家、学者，从他们的亲身经历以及口述中获得这些知识和思想。投资者可以从这些新的研究中大获裨益，赢得利润。凯恩斯曾将股市比做一场选美竞赛，不过，竞赛的目的不是选择最漂亮的参赛者，而是要去发现其他人都要选择的那个人。如果你知道其他的投资者怎样评价股票、怎样看待市场、怎样做出行动的话，那么，你就拥有了非常明显的优势。本书讨论了几个根深蒂固的“异象”，它们与有效市场的说法有些出入。**通过了解投资者的心理，理性的投资者可以增大战胜市场的概率。**

本书还有另外一个主题。仅仅依靠直觉来做出金融决策势必会导致非常可怕的后果，不仅对个人来说是这样，对市场来说也是如此。**金融直觉是无法通过自我监管或者政府监管加以控制的，因而会导致巨大的金融泡沫**。正如我们所知，美国在过去的十年中一直处于市场繁荣状态，无论是房地产市场还是信贷市场都产生了巨大的泡沫。个人投资者和投资银行在判断中都出现了失误，整个金融机构都沉醉于市场的虚假繁荣之中。这不仅仅是单纯的贪婪，缺乏理性的思考也是一个重要因素。很少有人担心金融体系自身的脆弱性，不断膨胀的市场使投资者变得自满，难以做出冷静的判断和决策。大多数人都跟着直觉走，再加上很少有人质疑原本漏洞百出的数学模型，结果没人预见到危险，导致了金融市场如今的劫难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

直觉与进化

认知心理学家和决策理论家认为我们有两个决策系统，其中，最直接、最快速的决策系统基于第一印象，这在马尔科姆·格拉德韦尔（Malcolm Gladwell）的畅销书《决断 2 秒间》中也有提及。这种决策系统产生于眨眼之间，是缺乏考虑的迅速决断。

进化心理学家认为，迅速决断是人类在进化过程中因逐渐适应环境而产生的能力，也就是直觉。在早期环境中，人类需要有这样的直觉，思维的敏捷度对人类来说至关重要。在遭遇猛犸象时，怎样逃脱它的袭击？在肚子饿时，怎样猎杀猛犸象美餐一顿？这种时候如果还要停下来仔细思考的话，人类也许就难以活到今天了。早期人类大脑需要也必须在一闪念之间就得出答案。

进化心理学家认为，早期人类大脑在进化过程中学会迅速决断还有一个原因：他们需要尽快适应不断变化的社会环境，这对人类的发展也至关重要。我们的认知能力与对社交线索的理解密不可分。社交机制存在于我们的大脑中，并且也影响了我们的整个思维，包括在没有他人干扰的情况下，我们对抽象概念的评价和解读。

时至今日，直觉在一些生活的特定领域仍然非常有用。比方说，了解我们现在所处的社会环境：和你一起共进午餐的那位新同事是敌是友？抑或敌友兼是？在这个问题上，直觉判断比反复思考可能更有指导意义。

另外，人们不必苦思冥想就能理解别人说话的言外之意，不管别人的话说得有多么隐晦。人们对语言暗示的理解出奇地迅速。

作家与作家之间的谈话中经常出现这样的对话：“嗯，我喜欢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你的书。”从字面上说，这是句赞美的话，然而，在口语中则可能是一句讥讽。强调“我”这个词会传递一种暗含的信息：是的，也许“我”确实喜欢它，但是这和其他人的看法截然相反，其他人根本不喜欢你的书。如果采取分析或者非直觉的方法来理解这句话，我们也许根本就无法理解它暗含的意思。同样，艺术家在彼此评论的时候如果这样说：“他是一个有竞争力的画家。”听话人可能会推断这是一句坏话，因为这句话的言外之意是被评论的艺术家其实非常平庸，缺乏想象力。

我们的直觉还尤为擅长辨别事物的出现频率（大体说来，动物是辨别频率的好手，它们总是能够令人惊异地算准事件发生的时间和地点。动物在进化过程中，为了在加大能量吸收的同时尽可能减少能量消耗，逐渐形成了一种很准确的捕食方法）。我们的直觉还有很多其他令人惊异的地方——我们有非常卓越的人脸识别能力，能够从一万个人里面辨认出一张指定的人脸；另外，我们还能轻松地感知到他人的情绪。

这一切都是人类在进化过程中形成的迅速决断，并且它们在当今一些与人类进化有关的领域中仍然有用武之地，比如说，挑选配偶、预测竞争对手的行为或是选择衣着（纽约一位著名的皮衣设计师宣称，世界上最古老的职业实际上是皮毛衣制造工）。

但是，直觉系统在一些与早期人类所面临的挑战不同的情况下却行不通。说得更学术一点，当直觉系统运行的环境已经不再是产生直觉系统的环境时，该系统就不再有效了。在这些环境中，单单依赖我们的直觉就会导致失败，这一点几乎可以肯定。

投资便是其中的一种情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另辟蹊径，达成决策

请试试解答下面这个简单的问题。

一支棒球棒和一个棒球的总价是 1.10 美元，棒球棒的单价比棒球要贵 1.00 美元，请问棒球的单价是多少？

这其实并不是一个真正的数学问题，而是一个心理测验。该问题的答案以及我们得出答案的方法证明了我们直觉的局限。如果你和大多数人一样，那么你的回答将是：棒球的单价是 10 美分。普林斯顿大学的大多数本科生就是这样回答的。当然，这个答案是完全错误的（因为 0.10 + 1.10 = 1.20）。正确的答案是，棒球的单价是 5 美分。要得出这个正确答案，你得认真思考一下，而不大可能依靠直觉做到脱口而出。

回答这个简单数学问题的快慢会得出不同的答案，这说明人类除了可以使用直觉思维以外，还可以使用另一种信息处理模式，我们把它称为“分析智能”或是“有意识的决策”。它包括以特定规则为基础的决策和非社交决策，这两者都需要抽象思考。要回答以上的数学问题，你可能就必须得依赖这个系统。这种思维会消耗时间，涉及有意识的推理，不能立即回答出正确答案。这个分析决策系统也许是比直觉晚出现的人类进化适应机制，要解读统计信息或概率、了解一些法律条款，或是计算利率，都需要这种抽象的思维推理形式。

基思·斯坦诺维奇（Keith Stanovich）是多伦多大学的心理学家，研究人类发展和思维推理，他在研究直觉决策和分析决策两种系统的异同方面是位专家。他设计了一个实验，研究孩子们是如何使用概率和逻辑做出决策的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实验中，他让孩子们完成一个任务：从装有不等量蓝色和白色弹珠的容器中挑选出白色的弹珠。容器的大小各不相同，最大的容器中装的白色弹珠数量最少。孩子们倾向于依赖直觉而不是概率进行推理，他们总是愿意去选那个最大的容器，因为最大的容器看起来装有最多的弹珠，尽管这是完全错误的。

这个实验得出的结论就是，**认知能力与是否能够战胜直觉而使用更耗费精力和时间的推理分析系统有关。**

这两种系统没有公认的名称。直觉、本能、自动反应、经验、启发、情绪、迅速决断和其他以感觉为基础的系统，斯坦诺维奇称它们为“系统 1”；而与分析、理性、反思、深思和抽象思维有关的系统则称为“系统 2”。系统 2 包括更持久的认知。在系统 1 中，思考在数微秒之内便能完成。试想一下你的直觉（系统 1）和思维（系统 2）所得到的答案之间的区别，你便能感受到两个系统之间的异同。

斯坦诺维奇不但概括了两种体系的区别，而且还说明了这种区别的重要性：**“系统 1 给出的仅仅是大致的答案，但是现代社会需要的是精准，而非模棱两可的答案。”**

当碰到的问题不是早期人类在进化过程中学会处理的问题时，直觉就派不上用场了。如今的生活有很多情况和问题必须要靠精准而抽象的解决办法，能够分析局势并且抽象地思考要比仅仅依靠社交线索重要得多。有些时候，可能你揣摸不到社交线索，比如说，在看到自己的 401(k) 账户在股市大跌中迅速蒸发之后你与共同基金经纪人争执时，或是当你与信用卡发行公司就某个问题争论不休时，在这些情况下，正如斯坦诺维奇所指出的：“我们会发现，我们的个人经验、情绪反应和直觉在此时毫无用武之地。”

我们的直觉系统并没有朝着解决这些抽象问题的方向发展。为什么我们在选择 401(k) 投资、选择出售股票的时机、选择最好的医疗保险计划、计算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利率、评价复杂的抵押贷款结构化商品以及处理概率和统计学这样的问题时，会遇到如此多的麻烦？为什么我们深信房地产市场只会一路上扬，而在出现市场暴跌之后，相信它只会一路狂跌？为什么拥有数十年成功经验的投资银行CEO会坚信自己永不会犯错？为什么我们会雇用在面试中表现得相当出色而实际表现却很差劲的员工？为什么我们会低估信贷市场的风险，看不到系统崩溃的风险在不断增大？原因就在于直觉系统无法解决这些抽象问题。

当我们在复杂抽象的环境中使用直觉系统作为指引的时候，极容易出现思维误判，得出非常离谱的答案。比如说赌徒的谬论：掷硬币时，如果连续多次出现正面，我们很可能会认为下一次硬币会出现背面，可是硬币是没有记忆的，不管之前的投掷情况如何，投掷硬币的结果肯定一直是随机的。但是我们把随机的结果赋予意义，甚至是赋予它公平的意义，而错误地推断下一次投掷肯定会出现背面（更令人惊奇的是，投掷硬币也有不是随机的情况）。

类似的谬论在我们观测股市的时候同样存在。我们会看到一些自以为存在的情况或是走向，而实际上并不存在，我们把股票社会化了，把这种毫无生命的客体看做是有人类性格的物体。如果我们拿出一部分钱来购买股票，我们就会觉得当我们出售股票的时候至少能够保住本钱，这才是公平的。从情感上来说可能是这样，但这与未来股价的走势毫不相关。

认知心理学家对直觉和金融决策相互交织的危险进行了细致的研究。尽管不是每个人都同意斯坦诺维奇的进化理论，但是该领域的人士却一致认为直觉思考中存在系统性的偏见，总的来说，我们称为启发法的思维直觉简化了决策过程。**尽管当我们需要快速思维的时候它非常有用，但是，在需要更加抽象的分析时，它却会给我们带来错误和风险。**

人们也有可能犯一些相反的错误：使用分析系统来解决实际需要直觉来解决的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在一个著名的果酱实验里（在决策心理学中实际上有几个非常著名的果酱实验），一组被试者需要使用抽象的词语从颜色、稠度和口感的角度来为果酱打分。另一组被试者则只需回答自己喜欢哪种果酱。结果，第一组被试者绞尽脑汁，也难以对果酱的好坏做出合理的判断。反观第二组，被试者相当轻松，因为只要选择自己喜欢哪种果酱就行了。

实验的结论是，不能在果酱喜好的问题上思考太多时间。

不是每个情况都需要我们避免使用直觉思维。直觉与抽象思维并不一定是冲突的，在一些情况下两者还可以是相辅相成的。然而，随着人类的进化，直觉决策不起作用的情况变得越来越多。斯坦诺维奇对两种决策系统的划分很有意义，特别是在只依靠直觉十分危险的情况下。

幸好我们有能力在必要的情况下避免直觉的影响而使用分析思维系统。系统 1 相当于我们思维的默认形式，只要多加注意，我们便能抵御直觉的呼唤，用系统 2 来处理问题。飞行员便是如此：再有经验的飞行员都必须依赖仪器来了解飞机的飞行是否稳定，而不能听信自己的直觉。令人惊讶的是，通过学习和积累经验，冷静且周全的分析系统可以成为直觉化的思维。比如说，如果有人再问你：“一支棒球棒和一个棒球的总价是 1.10 美元，棒球棒的单价比棒球要贵 1.00 美元，请问棒球的单价是多少？”你一定不假思索就可以得出 5 美分这个正确答案。

改善金融决策

最近的金融危机表明，人们难以做出理智的金融决策。金融危机把每个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场参与者都拉进了漩涡，无论是对冲基金还是投资银行，又或是天真的抵押贷款借款者。更有趣的问题是："我们为什么做出这些决策？怎样才能做出更好的金融决策呢？鉴于市场参与者的行为，如何才能构建更强健的金融系统呢？"

本书之后的内容就具体的投资问题和实际生活问题介绍了提高决策水平的方法。辨别什么情况该用直觉、什么情况该避免使用直觉，是做出良好决策的重中之重。直觉和分析思维相互作用的实际机制我们不得而知，这也是决策理论者激烈争辩的问题。斯坦诺维奇认为，**这两种决策系统既可以同时起作用，也可以独立起作用，关键在于决策的内容是什么。**在与人类进化有关的事情上，你可以相信直觉，例如，"我认识那个人吗"或是"我爱我的配偶吗"。但是，假如是要决定购买哪一台电脑比较合适，那就需要分析思维的帮忙了。

金融决策更加复杂。其原因在于，尽管金融市场的变化主要是随机的，但不是每位经纪人的行为都是不理智的，一些经纪人比其他人更具备战胜市场的能力。我在本书中也谈到，有些股市趋势是可以利用直觉洞察一二的，但是这些情况少之又少。

最近的房地产和信贷泡沫以及随后的流动性危机是直觉胜过理性而导致严重后果的极端案例。动荡难测的股票市场极易吸引人们用直觉做判断，所以那些只跟着直觉走的个人投资者最容易大难临头。之后的章节会向读者们展示，从拉斯维加斯的赌博，到橄榄球比赛，再到赛马甚至是网球，只要通过一些周密的思考，我们便可以提高决策水平。同样，问题资产救助计划（TARP）、贷款证券化、限制杠杆使用率、为债务抵押债券评级以及决定雷曼兄弟公司的生死，依赖分析思维解决这些问题也要比依赖直觉决断更有效。

良好的金融决策无需复杂化或理论化，你也无需将自己训练成金融界

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的飞行员——不必完全依赖仪器或工具。归根结底，你需要做的就是三思而后行。不要被困难的金融选择吓倒，不要被看起来准确无误的电脑模型唬住。谨慎考虑摆在面前的问题，看看自己是否掌握了应有的信息，以及应对问题的办法是否合适。真的没有比这更简单的办法了：**投资时，务必三思而后行！**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一部分 01 别让直觉毁了你的投资

直觉是人类在进化过程中因逐渐适应环境而产生的一种能力，时至今日，它在生活中的一些特定领域仍然非常有用。然而，在投资的时候，完全相信直觉绝对是一个灾难，这只会让你迷失方向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章

我们在金钱的世界里迷失了

2008 年夏，罗布·阿诺特（Rob Arnott）的研究就已表明，商品市场繁荣的背后隐藏着许多问题。阿诺特是锐联资产管理公司（Research Associates, Inc.）的创始人。该公司是一家赫赫有名的资产管理公司，总部位于加利福尼亚州新港滩市。阿诺特是位定量投资者，也是位不会随波逐流的逆向投资者。他一辈子的工作就是想方设法与人们的感性做斗争，当然也包括自己的感性。经过研究（而非凭借直觉），他推断：石油等商品价格虚高，未来经济形势喜不胜忧。

很少有人会预料到出现这样的情况：2003—2007 年，石油价格暴涨了 300%，而且其攀升势头有增无减。2008 年，石油价格突破了每桶 100 美元大关，这在以往是不敢想象的。接着，石油价格跃升到每桶 110 美元，最后达到每桶 140 多美元。主流的看法是，世界经济基础的变化导致了石油价格上涨。中国和印度这样的新兴经济体如饥似渴地寻求原材料，助长了石油价格的攀高。有些分析

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家认为，石油价格事实上存在泡沫，难以长久维系。可人们对他们的意见嗤之以鼻，甚至认为他们的脑子里才全是泡沫。

阿诺特对自己定量分析的商品也产生了质疑。毕竟，许多像哈佛大学捐赠基金这样深谙投资之道的高级机构投资者都在源源不断地增加石油投资，而持续上涨的石油价格似乎也彰显着他们的决策是多么地英明。阿诺特坦言："直觉告诉我，我要调整模型，颠覆模型得出的结果，因为商品市场轰轰烈烈的牛市被模型忽略了。"事实证明，阿诺特这种有悖模型的直觉是错误的，而模型的结果准确无误。

没过多久，石油价格一落千丈，而阿诺特早就提前出售了手里的投资。作为一位投资者，阿诺特一直驱使自己听信直觉，然后反其道而行之："我也跟随直觉，只不过是反着做而已。"一旦模型的指引让他感到满意，或是跟他的直觉一致，就会立刻让阿诺特坐立不安。

为什么不可以依靠直觉进行投资呢？阿诺特对此做了一番解释：

> 从众是人类的天性。当我们还在非洲平原上进化的时候，一旦部落中的每个人都开始奔跑，那你也最好跟着一起跑。可如果在投资领域依然随波逐流的话，则很容易错失良机，而最终血本无归。

对多数投资者而言，跟风从众是最常见的投资方法。虽然在生活中很多时候跟风都无可厚非，可它却不是明智的投资之道。

要克服跟风从众，最简易的办法就是养成自觉怀疑本能的习惯。你无需成为一个不折不扣的逆反投资者——只需控制住自己一时的冲动。举一个鸡尾酒会的典型例子，有些人会在酒会上大肆吹嘘他们的投资有多么高的收益，此时，最自然的反应莫过于怀疑自己错过了好机会。而更具怀疑精神和更全面的反应则应该是，思考这些投资未来能否延续以往良好的表现？是否真的错失了良机？现在这个价格是否还具有吸引力？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

阿诺特在判断新的投资机会时总会冷静下来问自己这几个问题，他认为其他人也可以这样做。但是，他只是千千万万个投资者中的一个，身单力薄。在经济存在泡沫的时期里，很少有人持有阿诺特那样的怀疑态度——他们丝毫就不抱任何怀疑态度。似乎整个世界都为财痴迷、利欲熏心，就像一场盛大的鸡尾酒会——至少对于那些从经济繁荣中获利的人而言是如此。市场蓬勃发展，银行家财源滚滚，何忧之有？

鸡尾酒会的比喻隐藏着更深层次的含义，它揭示了在经济崩溃前几年里投资者为何深陷决策失当和自我管理不善的惨状中而无法自拔。这不单单是直觉思维造成的小失误。麻省理工学院金融学教授罗闻全（Andrew Lo）曾指出，**真正的问题是交易者被金钱冲昏了头脑**。他在国会上陈述次贷危机的根源时讲道：

> 对于成天设计复杂模型、计算经济周期的宏观经济学家而言，经济的兴衰更替再熟悉不过了。然而，从人类行为上说，经济兴衰也许有更简单的解释。越来越多的认知神经学家发现，经济获益和某些毒品一样，可以刺激大脑中相同的快感中枢。这表明长期的经济增长和繁荣会催生全体投资者的陶醉和自满情绪，这种情绪与毒品给一个可卡因吸食者带来的昏沉恍惚的感觉没什么区别。

既是学者，又是一个对冲基金主管的罗闻全对神经系统科学颇感兴趣。他曾在外汇交易员工作时在他们身上安装生物反馈装置。当市场出现大的波动时，所有交易员都会产生相应的生理反应，而新入行交易员的情绪化反应要更大。例如，与老练的交易员相比，他们在市场波动时会出现心跳迅速加快的情况。在罗闻全看来，这一现象表明出现部分情绪对决策而言是必要的，但过于情绪化却会产生许多问题（神经系统科学尽管与进化心理学的研究重点不同，但它也支持人们有两套决策系统的说法，不同的行为反应展现了不同大脑区域的活动。这个概念将在本书中反复提及）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我与罗闻全的会面是在他麻省理工学院的办公室里，从这里可以俯瞰到查尔斯河。当时，他穿着一双胶底运动鞋，这使他看起来既像是位时髦的对冲基金经理，又像是位勤勤恳恳的学者（当然了，这两者都是他的身份）。罗闻全给我解释了为何我们的大脑思维方式可能引发经济危机：

> 十年来，繁荣的经济形势一直在延续，人们一直在盈利。交易者们被大幅贬值的货币和潜伏极深的风险冲昏了头脑，证券交易者陷入了一种反馈环中。经研究，回应可卡因、食物以及性欲的神经回路同样也会被经济盈利激活。

罗闻全认为，这种反馈环影响了交易者的大脑思维。经济成功与可卡因一样，刺激着大脑中相同的神经回路。

经济成功带来的结果便是，交易者逐渐对风险习以为常。他们开始敢于冒巨大的金融风险——其举动无异于从 30 层高楼纵身跃下却还幻想着自己能够飞翔。更可怕的是，银行一个劲儿地鼓励这种冒险行为。有些不愿冒险的交易者被逼无奈铤而走险，更有甚者被炒了鱿鱼。在经济崩溃前的几个月内，如果有大投资银行的风险管理者们提出市场风险过高的言论，那么这些人要么会遭到排挤，要么就会被直接开除。

这一切给罗闻全的启示便是，**解决这个问题需要依靠外部力量：政府干预**。当我们的认知过程僵化，导致我们采取出轨的行动时，必须要有人来制止我们。并不是每个人都能成为严于律己的投资者，也不是每个人都能抵制利益的诱惑，我们同样不能指望金融机构自己扎破经济中不断膨胀的泡沫。所以，**必须发挥监管机制的作用，避免市场深陷这种自毁行为而无法自拔。**

消防法规监管就是个极佳的例子。为建筑物配备紧急通道、喷淋灭火系统及出口标识都代价不菲。为什么不让市场自行决定哪些建筑需要配备消防设施呢？倘若如此，担心火灾的人自然会愿意多掏钱，而不在乎火灾的人则会选择不修建消防设施。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么不能让市场决定消防设施的配备与否呢？罗闻全解释道："如果放任我们自己做选择的话，那么没人会愿意为昂贵的消防设施埋单。因为每当走进一个建筑，我们总是认为该建筑发生火灾的概率是零。"这属于认知偏差。我们的直觉总是低估出现此类灾难的可能性，然而在现实中，人们又总是在火灾发生之后才追悔莫及。所以，我们建立起法规，确保每座建筑都必须有相应的消防设施。

这个形象的比喻也可以套用在金融市场和经济危机上。我们缺乏法规监管以避免银行恣意妄为："金融设施"不甚完善，银行监管缺乏力度，银行储备规模也不足以保护金融体系免遭危机侵害。由于缺乏约束，银行很自然会无视风险的存在。它们实施激进的交易策略，这在短期看来毫无风险，却为日后价格全面崩溃和资产大量抛售种下了祸根。

因此，判断失误不仅不利于个人，还有害于整个社会。假如社会无视或放任人们极度的认知偏差，原本可以遏制的问题不及时解决，便会一发而不可收拾。

罗闻全以一番极富诗意的言语结束了我们的访谈。罗闻全告诉我，我们的社会可以效仿奥德赛，他说：

> 奥德赛途经塞壬女妖[①]的海域时，让手下的海员将自己绑缚在桅杆上，又以白腊封住自己的双耳。同样，我们也必须有所约束，以监管为工具，避免踏上自我毁灭之路。

我与罗布·阿诺特以及罗闻全的谈话实际上探讨的是同一个问题：投资者的不理智。**阿诺特从投资者的利益出发，关注的是如何增加投资收益；而罗闻全则运用宏观经济学的观点，分析了个人的决策失当是如何扩散并影响到整个集体的。**

① 塞壬女妖，希腊神话中人首鸟身的怪物，常以美妙的歌声诱惑航海的水手而使航船失事。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之后，我会谈及一个重大的问题：直觉在诱发金融危机的过程中所扮演的角色。我还将通过透析人们在实际生活中的思维和行为方式，讨论如何建立更强有力的金融体系，包括如何加强监管。不过，首先我会谈谈某些具体的投资，说明在经济动荡时期，投资者不必盲目地进行安全投资转移，因为存在收益更好的投资方式。这些依靠行为分析而进行投资的策略是“反直觉”的，这需要投资者克服一时的冲动，并且在他人仓促做出投资决定时把握机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 2 章

股票投资中的两大心理误区

本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）曾说：**“投资者最大的问题，乃至最大的敌人，是自己。”**用这句话来形容买卖股票再合适不过了。我们经常会陷入一种怪圈，买进的股票垃圾无比，卖出的股票却节节攀升。简言之，我们总是高买低卖。通常，只要投资者跟着直觉走，结果都是搬起石头砸自己的脚。

售盈持亏：本能诱发投资错误

大多数经济学家和投资者曾认为，一涉及金钱，人就会变得很理智。经济理论也认定，投资者通常会做出良好乃至最优的决策使利益最大化。既然输赢都是真金白银，人们当然会想方设法谋取最多的收益。研究人们决策行为的心理学家却不这么想，因为他们明白影响投资者决策的是非理性的冲动、直觉以及大脑处理信息的方式，而非经济模型中蕴含的冷静与理智。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后来，研究者们停止了对理论的纷争，转而研究投资者究竟是如何决策的。他们发现，投资者的行为更符合心理学家的说法，于是，行为经济学应运而生。

美国加利福尼亚大学伯克利分校的经济学家特里·奥登（Terry Odean）的研究结果可谓一针见血。尽管这个领域还没有成熟到可以引经据典的地步，但奥登的研究堪称行为金融学的经典文献之一。

> 奥登研究了投资者个人选择股票的决策，发现在投资时我们错误百出：交易过于频繁，毫无经济收益；投资过于单一，仅仅持有几种吸引我们的股票；更有趣的还在后头，我们总是轻易抛出业绩良好的股票，而抱着表现很差的股票不放，期望它们能有起死回生的一日。

由于税收原因，售盈持亏会导致我们损失惨重，因为升值的股票会产生税收。而股价会展现出动量效应，所以我们出售的股票极有可能一直升值，而我们持有的股票则可能不停贬值。因此，无论从哪个方面来说，售盈持亏都是不明智的行为。

我们的投资方式虽然没什么经济意义，却有巨大的心理意义。纵然股市无情，我们仍希望持有的股票即便不盈利但至少也不要亏本。行为经济学家迈尔·斯塔特曼（Meir Statman）和赫什·舍夫林（Hersh Shefrin）将人们“售盈持亏”的心态称为“处置效应”，它的结果便是，**我们不愿出售亏损的股票**。行为经济学领域的先驱心理学家发现：

> 一方面，对人们而言，亏损比盈利要痛苦得多。而且，当处于亏损状态时，投资者是风险偏好型，寄希望于它日后会反弹。另一方面，投资者在盈利面前趋向回避风险，愿意较早卖出股票以锁定利润。这样就导致了我们“售盈持亏”。在心理上我们得到了满足，却也因此受到了股市的惩罚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奥登十分了解这些行为理论和预测。他的个人经历在很多方面促成了他不落俗套的研究作风。奥登曾辍过学，干过许多工作，包括在纽约开出租车，之后重返加利福尼亚大学伯克利分校拿到本科学位，那时他已37岁。接着，作为“超龄学生”的他认识了心理学家丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman），那时卡尼曼还在完善关于决策的研究，尚未荣膺诺贝尔经济学奖。卡尼曼建议奥登继续攻读经济方向的研究生，不用涉足心理学。而奥登却史无前例地根据股票交易的实际数据，分析了心理因素在其中起到的作用。他发现，**股票交易与处置效应惊人地吻合，投资者售盈持亏的心态极为普遍。**

关于这个发现引起的反应，奥登至今仍然记忆犹新。

> 那是1997年，虽说距现在也不远，但当时的经济环境却是另一番天地，科技泡沫正在酝酿之中。奥登说道：“当时，教授们通常的回答是：‘我个人对此很感兴趣，可同事们的思想也许没我这么开放。’”作为一位行为学研究者，奥登对其中的团体动力学产生了兴趣。每个人都觉得自己思想很开放，而同时，没人敢在团体的背景下冒险肯定行为主义学派的优点。
>
> 但媒体的反应绝不会那么迟钝。很快，奥登的发现见诸报端，这对一篇经济学研究论文而言实属罕见；奥登也开始在电视上频繁出镜（尽管观众对这位佩戴戒指大小的耳环的经济学家不大适应）。专家们也转变了他们的看法。股票交易的处置效应曾经一度被认为是歪理邪说，现在却变成了主流，甚至堪称一种新的正统学派。金融顾问们无不警告投资者谨防售盈持亏的倾向。

股票交易的这种本能错误仍然可能给投资者带来危害，但它的影响力已经大大削弱了。处置效应如今已尽人皆知，日交易者投机的时代也一去不复返了。今天，大多数交易都由机构投资者完成，处置效应不甚明显。毕竟，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机构投资者用的不是自己的钱，于是便少了很多情感因素在作祟。

要注意，熟悉处置效应主要还是防御性的策略。假如你进行股票交易时，再抱着亏损股票不放，期望它反弹，那么，问问自己这个愿望究竟是否现实。同时，还要考虑出售股票产生的税收因素。

然而，你也可以利用其他投资者的处置效应获利。这是一种利用投资者行为的心理研究来盈利的方法，也是动量效应策略的一种使用方式，本书之后将讨论到这点。

这个策略的核心就是人们不愿出售亏损的资产，这属于一个极为严重的行为偏误。而从中获利的办法是利用本观点来解读收益报告。

> 假设一家公司收益极高，那么其股价必然上涨。按照处置效应，投资者必然售出盈利股票。卖家充斥着股市，于是股价不会立即上涨。反之，假如公司收益糟糕，其股价必定下滑。投资者不会情愿接受亏损的现实，他们会怀着股价回升的希望紧持股票。结果，股价并没有立即下滑。

两个事例给我们的启示是，股价反映其最新情况之前有一段时间差。**股价上涨时，抛售股票会延缓其上涨；股价下跌时，囤积股票会减缓其下跌。**在这两种情况里，虽然股价最终会回归它的真实价值，但这之前有个时间差，于是，这给了你投资机会，买进上涨的股票，抛售下跌的股票。

利用处置效应是一种盈利策略，除此之外，还有另一个因素影响股价的变化速度，使投资收益更可预测，即明确参考点（股票的购买价），处置效应总是与参考点有关。

> 如果你以每股 1 美元购买 IBM 的股票，之后股价上涨到 20 美元，而后又下跌到 19 美元，你会依旧将它看做是盈利股票。但假如股价跌到 50 美分，此时，售盈持亏的症状又开始急剧发作，你又变得极不情愿出售手中的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假如市场中的很多投资者和你一样，那么必定会大幅延缓股价的下跌。这就给了对冲基金更多的获利机会，因为市场不能即时反应。如今，复杂的对冲基金将股票按照购买价分门别类，以便判断其处置效应的级别，提高投资收益。

最早推行这种以处置效应和股价分类为基础的交易策略的是安德里亚·弗拉兹尼（Andrea Frazzini）。他是芝加哥大学商学院的金融学教授，在对冲基金领域也相当出名。弗拉兹尼解释道："作为一个积极投资者，我倾向于卖空业绩不佳的股票。"照他的说法，即便你不卖空这类股票，你也应该考虑抛售它们，这样做虽不至于令你大赚特赚，但却是很明智的。他说：**"如果收益业绩不佳的股票持续看跌，个人投资者就应该果断抛出，犹豫徘徊只会越亏越多。"**

对于业绩良好的股票，可以等候时机再出手。处置效应表明人人都在出售盈利股票，起初这会延缓股价上行，而最后股价依旧会回归其公平价值。这时，等待便是盈利的机会。

换言之，正如处置效应所示，**听信你的直觉，然后反其道而行之，抛售亏损股票，持有盈利股票。**

玩转红利游戏的行为学方法

应该购买支付红利的股票还是不支付红利的股票呢？从历史上看，投资股票的多数收益都来源于分红而非股价上涨。2008 年股市崩盘后，多数人都认为应该投资支付红利的股票，尤其是在低利率的情况下。但不支付红利的公司可以将收益进行再投资，寻求更大的发展机会，资本升值的空间更大，这意味着这类股票更适宜投资。个人理财大师和行为经济学家们可以给出很

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多答案。他们发现，**投资者以为自己在玩红利游戏，而事实上，投资者都被股票发行公司耍了，公司可以改变红利政策，操纵红利分配。**

> 付红利股票是否值得投资是个长年困扰经济学家的问题。诺贝尔奖得主默顿·米勒（Merton Miller）与弗兰科·莫迪利亚尼（Franco Modigliani）提出了这样的疑问："通常溢价出售股票的是分配政策慷慨的公司呢，还是吝啬的公司？"他们给出了答案，并做了证明：理论上，公司是否决定支付红利并不重要。在理想的情况下，公司决定支付红利还是进行收益再投资并不会影响公司的价值，除去税收等因素，唯有收益是最重要的，投资者无需有意追捧或是回避付红利股票。事实上，客观的金融模型揭示的实际问题是："公司发行红利是为了什么？"

行为金融学再次研究了红利问题并得出了一个令理论家和投资者都颇感兴趣的答案。行为金融学用新的方法，考虑了投资者对红利的观念和情绪因素，得出的结果表明，**红利确实对股价有影响，购买或是出售付红利股票是有规律可循的。**

杰夫·沃格勒（Jeff Wurgler）是纽约大学研究投资者情绪和股市价格的金融学教授。他与哈佛商学院的马尔科姆·贝克（Malcolm Baker）一起进行了研究，他们发现，在一定情况下，投资者会对公司的一些特点备感兴奋，这些特点看似与公司的潜在价值没有关系，但却有影响公司价值的能力。

杰夫·沃格勒告诉我："在投资者眼中，支付红利与否把公司分成了两类，一类是'成熟、安全'的公司（支付红利）；另一类是'冒险、增长'的公司（不支付红利）。"很明显，投资者对公司的红利政策做了过多的解读。人们认为，支付红利的公司一定风险较小，经营业绩更稳定，因而是安全的投资。相反，投资者相信拥有巨大发展能力的公司是不会把钱浪费在支付红利上的。所以，有红利是增长缓慢的标志，无红利则表明公司有巨大的增长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

潜力，尽管这种说法得不到保证。付红利股票名声大噪，投资者时而追捧之，时而唾弃之。

20世纪50年代，富有的投资者坐收红利的情况十分普遍。今天，不少投资者仍抱着传统的投资观念，拒绝买卖股票，而只是寻求股票的红利收入。科技股繁荣时期，支付红利的公司被投资者视为“旧经济”，没有什么比分红更老土的了，分红意味着公司已经黔驴技穷，用尽了增长思路。仅仅几年后，投资者又将支付红利视为公司实力雄厚、值得投资的标志。2003年，微软决定分发红利就是这两个看法迥然时期的分水岭。

无论这种关于红利的市场情绪是高涨还是低落，它都在股价上体现了出来。投资者钟意红利股票时，就愿意溢价购买；而厌恶它时，只愿意折价购买。沃格勒和贝克的研究表明，自20世纪60年代以来，投资者总共经历了4~5个红利股票溢价和折价的周期。所以说，**红利确实与股票的价值有关，关键就在于红利受不受投资者的青睐。**

公司对这种趋势不会袖手旁观。沃格勒表示，很多公司都密切关注着什么时候支付红利会出现溢价，什么时候则会出现折价。企业主管需要时刻把握市场动向，他们会密切观察拥有同样产品线的竞争对手在支付红利后能否提高股价。有时，投资银行也会建议他们支付红利。当然，他们必须听取年会上的意见，了解更多的信息。

之后，他们便采取行动，开始玩红利游戏。他们会在必要时转换游戏角色：市场火热时，他们选择支付红利；市场冷清时，他们终止支付红利。正如在网络泡沫时代，各家公司争先恐后地在公司名称之后冠以“.com”，而泡沫破裂后，它们又发现把公司名称之后的“.com”去掉其实更好些。今天，公司出尔反尔的作风仍没改变，只不过这次“.com”换成了红利而已。沃格勒这样说道：“市场需要披萨，公司就送披萨；市场看重红利，那公司就分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发红利。"

披萨的类比道穿了许多公司最近的红利政策本质。沃格勒和贝克将之称做"迎合理论"，公司在迎合投资者对红利的需求。事实上，这个理论正确地描述了公司分发红利的原因。我们以2003年微软发行红利的大手笔为例。

当时的市场评论将微软发行红利的决定视为它最终成熟的标志，同样，这也意味着微软再也找不到其他的投资渠道。以下是当时一些股市分析师们的见解：

支付红利昭示了公司增长终结，步入成熟。

——鲍勃·奥斯特里恩，美国美银证券公司

公司持有的现金过多，减缓了资产收益速度。

——罗伯特·施瓦茨，托马斯－韦塞尔合伙公司

我认为微软向股东们传递了一个信息，那就是微软正从高增长的公司向成熟的公司转变。

——斯科特·麦克亚当斯，麦克亚当斯公司

微软自身对分发红利的解释与上述言论形成了鲜明的对比。微软财务总监约翰·康纳斯（John Connors）说道："我们认为，分发年终红利会使微软股票受到更多投资者的欢迎。"微软发言人卡罗琳·博伦（Caroline Boren）也表示，扩大投资者范围是"此项决策的主要目的"。换言之，微软发行红利是出于投资者的需要。其实，微软支付的还称不上是红利，因为它只是其股价的0.3%，微软的财务总监将之称为"初级红利"。

这种从行为学角度看待红利的新方式有点愤青，甚至有点荒诞。分发红利的决策无规律可循，只是一种投资方式的改变。与其说红利能预示公司未来的走向，不如说公司发放红利只是为了迎合投资者的喜好（行为学理论适用于分析公司发行红利的决策，而不适用于分析红利分发的规模，因为这与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的盈利能力有关)。

投资者同样也可以玩红利游戏，与根据市场情绪决定分发红利的管理者分庭抗礼。行为研究关于红利的主要观点是：红利受追捧时，分发红利的公司的价值被高估了；而红利遭冷落时，公司的价值则被低估了。因此，投资者应该学会审时度势，采取逆反的投资方式。**红利流行时，投资传统的不付红利的股票，卖空付红利的股票**。其原因在于，最终，因发行红利而被高估的公司股票将回归它的真实价值。

这种逆反投资法需要投资者耐心等待股票回归真实价值。沃格勒提醒投资者务必要谨慎。摆在投资者面前更重要的问题是："我们怎么可能知道发行红利的公司是被高估了还是低估了？又没有投资银行为我们支招。"沃格勒建议道："如果你身边有那种消息不灵通却又盲目自信的家伙，向他询问关于红利股票的意见，然后反着做就行了。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 3 章

不要迷信基金业绩的持续性

如何挑选共同基金？答案非常简单：参看它上一年、上一个季度乃至上一周的业绩。当然，宣传共同基金的广告也有一定的参照性。但当落实到最终选择时，我们却会受到“追逐回报行为”的影响，前一年业绩骄人的共同基金在第二年总会成为投资市场上的抢手货。

此处的“业绩”指的是除去风险、费用、税收，且忽略与其他基准（例如标准普尔 500 指数）对比的绝对业绩。哪怕基金只赚了一丁点儿钱，我们就自以为这个投资非常成功，而对一路飙涨的标准普尔指数熟视无睹。反过来，基金稍微赔了一点，我们就心灰意冷，殊不知其他投资工具的表现更加糟糕。

在参考业绩做出投资选择之后，我们原本的“投资心态”便消失得无影无踪，这时，我们内在的惰性和消极情绪迅速占了上风。开户之后的我们便坐视不管，即便基金下跌，我们也懒得采取行动，任其发霉生锈。即便在自己的投资组合里，多数投资者也不会根据业绩的变化重新配置基金比例。由此可见，**“追逐回报行为”只有一种结果：我们把新的资产投进了业绩良好**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的基金，旧的资产却留给了业绩不佳的基金管理人。用一个冷笑话来形容就是：踏进“蟑螂屋”——有进无出。

无论是极其天真的个人投资者，还是精明无比的机构投资者，无不展现出根深蒂固的追逐回报行为。这也就是为什么本应在20世纪八九十年代获得巨大收益的对冲基金在10年之后才大受欢迎，虽然距对冲基金黄金时代的到来还有待时日。理财顾问们在接受调查时，纷纷表示自己不是追逐回报者。然而，哈佛商学院的丹尼尔·博格斯特莱斯（Daniel Bergstresser）经过对其投资选择的一番分析，发现了理财顾问们追逐回报的许多证据。同时，众所周知，**追逐回报也是个人投资者选择共同基金的驱动力。**

追逐回报的策略本身并不坏。很多情况下，了解投资的业绩纪录是非常有价值的。即便如此，正如基金投资说明书所警告的那样：“以往的收益并不确保日后的收益”。那么，共同基金的以往收益能预示其日后收益吗？能！不过，和我们想象的方式有所出入。

业绩与持续性

“阿尔法值”是对冲基金经理以及其他投资管理人经常挂在嘴边的词，用来指基金战胜市场的表现，有时也称做詹森指数。它是对基金“超额收益”大小的一种衡量。这种衡量综合考虑了基金的收益与风险因素，比单纯地考虑基金收益大小更科学。对于对冲基金经理而言，阿尔法值就是金科玉律，在他们的演讲稿、出版物以及举办会议的名称中都充斥着这个词；对冲经理互相将对方称呼为“阿尔法人”；共同基金管理人要稍微收敛一点，不过嘴里也没少提这个词。

20世纪60年代，芝加哥大学的一名研究生，迈克尔·詹森

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> (Michael Jensen) 创造了“阿尔法值”这个金融词汇。当时的詹森对共同基金的业绩萌发了兴趣：决定基金业绩好坏的，是基金经理的选股能力，还是波动起伏的市场本身呢？他下定决心，一定要找到一个衡量基金业绩的方法。之后，他首创了阿尔法值的概念，将之定义为：**对经过风险调整后的投资组合业绩进行衡量的一种手段，用以估计究竟有多少基金收益得益于基金经理的预测能力。**阿尔法值是金融分析方法的一大突破，该词以及它蕴含的意义延续了下来，成为金融文化中必不可少的一部分。

以上是詹森的故事，不过这仅仅是一部分，另一部分被人彻底忽略了，至少被对冲基金业内人士彻底忽略了。在寻找阿尔法值的证据时，詹森在很长的一段时期内找不到任何证据，他所研究的共同基金无法长期战胜市场。通过研究 1945—1964 年间共同基金的业绩，詹森得出结论：

> 关于共同基金业绩的证据表明，从平均意义上来看，这 115 只基金的净收益率并不能显著超过“购买并持有”策略构造的投资组合的收益率。同样，没有证据能够说明任何一只基金能比随机选择的投资组合的业绩表现更优异。总的说来，这些基金在交易中的业绩算不上成功，甚至连其佣金费用都无法弥补。

学术界将基金在一段时期内持续战胜市场的能力称做“持续性”。虽然詹森在论证阿尔法值时没有使用持续性这个词，但在他的衡量方法和其他研究中也能觅到该词的蛛丝马迹。他曾写信答复我对他研究的疑问，在信中，他谦虚地说道：“研究之前，我没有意识到有持续性的概念。不过，研究毕竟已经过去很久了。”

人人都把阿尔法值挂在嘴边，绝口不提持续性。一个投资经理可能偶尔碰上一两次运气，但是接连数月产生超额收益的确值得怀疑，这也是在挑选

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

号称能战胜市场的基金时应该提出的疑问。假如碰到有基金经理大肆吹嘘自己的阿尔法值，你可以直接发问："你的持续性如何呢？你能保证基金持续盈利多久？"这个问题既婉转又直中要害。

如果共同基金无法持续战胜市场，追逐回报的策略也就失去了意义。以往的良好业绩无法预示日后的业绩。从詹森时代起，人们对共同基金业绩的持续性展开了深入研究。不过，时至今日，它依旧是个悬而未决的问题。多数学者对共同基金能够长期战胜市场持怀疑态度。他们表面上含糊其辞，实际却言辞激烈地表示，**任何关于共同基金经理能够长期维持基金业绩良好的事例全是无稽之谈。**

当然，华尔街是另一番景象，永远不乏像彼得·林奇[1]（Peter Lynch）这样的例子。谈论持续性，就得谈论基金良好的业绩能坚持多久。像比尔·米勒（Bill Miller）、雷格·梅森（Legg Mason）等都是曾长年保持基金超越市场的经理人。米勒管理的基金曾取得了一连 15 年超越标准普尔指数的骄人战绩，但之后 10 年接连受挫。

> 2008 年，米勒出席了在纽约举办的投资会议，名为"信贷周期——金融前景"。他推荐购买金融类股，并力荐贝尔斯登公司（Bear Stearns）。他本人是贝尔斯登公司最大的股东之一，在他管理的基金中有 2 亿美元都投注在了贝尔斯登身上。一名观众举手发问："你清楚贝尔斯登处境危急吗？你知道今天早上贝尔斯登崩盘的消息吗？"米勒大惊失色，迅速离开了会场。他那 2 亿美元的投资大幅缩水，最终仅残留 1 500 万美元。

米勒的惨败是个特例。和曾经屡创佳绩的米勒一样，许多共同基金经理也拥有杰出的选股能力。共同基金也曾有过辉煌的战绩骄人的年代，这一点

① 他是富达 - 麦哲伦基金 (Fidelity Magellan Fund) 经理人，曾连续数年跑赢标准普尔指数。——作者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也不能完全归因于运气。那么，究竟是什么带来了这种持续性和业绩呢？

行为如何损害投资

芝加哥大学和AQR资产管理公司（AQR Capital）的安德里亚·弗拉兹尼告诉我："前一年业绩出众的经理人下一年也肯定会出尽风头吗？答案是否定的，不论你再怎么扭曲数据。"他对金融市场模式做了严格缜密的实证研究，包括研究共同基金的持续性和投资者的追风趋势。他给共同基金下了很简略的结论：**作为投资者，我们追逐基金业绩，可这种做法却损害了它的业绩，与我们的本意背道而驰。**

弗拉兹尼如此解释追逐回报："大脑能辨别趋势和模式。如果在丛林中发觉被人跟踪，那你就会想办法摆脱跟踪；在投资上，看到基金经理前一年收益喜人，你就会把钱交给他管理。"这个说法和之前所说的影响我们投资方式的直觉趋势异曲同工。问题是，为什么盈利的趋势不能持续呢？新投资的金钱涌入之后，基金该如何应对？它必须再投入市场，购买相应的股票。



在1999年，科技股广受欢迎，其中以思科公司为甚。大规模的资金涌入持有思科公司股票的共同基金。单单是大肆投资科技股的骏利基金（Janus Funds）就吸纳了370亿美元，远远超过了持科技股甚少的业内龙头——富达基金。

涌入骏利基金的钱越多，它买进的思科股票就该越多。于是，思科的股价被推涨到无法维系的地步，最终陡然下跌。此外，新流入的资金也推高了共同基金的交易成本，鱼贯而入的新投资者把共同基金逼到了绝路。弗拉兹尼说："人们在追逐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益时影响了相应的股价，导致日后的收益减少，盈利的趋势也不复存在。与1999年后的骏利基金和科技股的失败表现一样，资产的重新配置导致共同基金投资者的财富蒙受损失。”

更糟的还在后头，我们知道，投资者对业绩的追逐是单向的。对于业绩不佳的基金，投资者不会忍痛撤资，而共同基金业绩不佳的表现是可能长期持续的。由于资金深陷其中，在泡沫破裂之后的几年里，持有科技股的共同基金一直萎靡不振，等到人们撤资时已是为时已晚。总之，用弗拉兹尼的话说，人们对待共同基金就是“高买低卖”，这与正确的投资之道背道而驰。

那么，什么是正确的投资之道呢？对大多数投资者而言，不应该盲目追风，而是应该寻找资产配置分散、换手率低、费用低、花销低的基金；持有基金不要轻易出手，除非基金业绩持续低于其基准点。弗拉兹尼说：“我认为，频繁转手基金不可取。个人投资者把事情办砸的功力简直堪称一流，他们掏钱给持有股票的共同基金，没几年就把它的业绩搞垮了。”

弗拉兹尼的研究蕴含了一个更加复杂的理念，那就是：**利用短期动量效应进行基金投资，不断买卖绩效优异的基金，绝不长期持有**。弗拉兹尼的研究显示，一只共同基金通常能够将它以及其他基金战胜市场的优异表现维持3个月左右。在此期间，投资者的回报追逐行为会对其价格起到一个推波助澜的作用。之后，这只基金会被逼上绝路，绩效下滑。

虽然回报追逐行为是不可取的投资策略，可是了解到投资者中存在这种行为却可以助你一臂之力。所以，你要做的就是，**密切观察共同基金最近的表现，找出最热门的基金，抢在回报追逐者蜂拥而至前购买该基金**。必须要确保你有洞察退出时机的眼光，因为你必须在3个月之内及时撤资。乍看起来，你也在跟风从众，可实际上，你是在牵着大众的鼻子走。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 4 章

债券何以被忽视

可能有人并不知道利奇菲尔德镇，它是康涅狄格州西北部的一个农区，一些华尔街人士和纽约人不习惯汉普顿的奢华，反而对这个地方情有独钟。

数年前，在这里的鸡尾酒会上，金钱是谈论得最多的话题。这里，吸引来宾的是曾经的殖民地新英格兰，以及陈设的早期美国家具，这一切似乎都能让他们感受到盎格鲁-撒克逊先祖的气息。酒会上的客人们什么都聊，从新的度假村给当地带来的影响到自己对总统的看法，无事不谈。房地产经纪人最爱搬弄是非，说一些谁又在离婚后续偶、迁居之类的闲话。多数情况下，话题最后还是会绕回到财富和投资上来：邻居的财富几何，谁在房市中大捞了一笔，谁手中有巨额的对冲基金，等等。尽管如此，有一类投资却从未有人提及：债券。

这个鸡尾酒会不是虚构的，我本人就在场，也是酒会的主人。虽然出席

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

酒会的人不是很多，不过我想我可以下个结论：人们不会就债券的问题而吹嘘。我从来没有听到过有人向谁建议购买某只热门债券。我们把债券最多看成是一种失败的资产类别，但是这种漠视可能带来危险。

信贷紧缩和股市崩盘之后，我在利奇菲尔德的许多朋友对债券另眼相待。可能他们都后悔没有加大对政府债券的投资。国债是信贷紧缩时期少有的安全资产之一。同样，他们的投资组合很可能被持有的高收益债券所摧毁，这些高收益债券属于非投资级债券。从前，人们都将之称为“垃圾”，但是经过重新包装，它们以高收益率吸引了人们的注意，而其高风险却被隐藏了起来。所有债券都大同小异，既然收益都不高，何不选择高收益债券呢？2008年秋季高收益债券的崩溃给了我们清晰的解答，这些债券似乎更适合“垃圾”这个名字。

我们不重视债券，很大程度上出于心理原因。债券很复杂；债券市场不透明；信贷风险难以预测；债券交易的手续费不易计算；更根本地来说，债券的许多特征不直观，其中包括利率和债券价格的逆向相关关系。《华尔街日报》就许多富有的债券所有人做的一项调查显示，竟然只有一小撮人知道利率上升时债券价格下降，反之亦然。

> 假如你持有一种债券，利率上升时，市场上新的债券的收益会高于你的。如果要出售手中债券的话，就必须做出一些牺牲，那就是降低债券价格，当债券到期时，买方会获得比付出的价格更多的收益。或者，更简单地说，你的债券能产生一定收益，利率上升时，新发行的债券的收益将更高，没人再愿意购买你手中的债券，于是债券价格最终下跌。

债券方面的金融顾问对此也并不甚了解精通：投资管理公司联博基金（Alliance Bernstein）的一项调查发现，仅有38%的金融顾问认为他们对固

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定收入市场足够了解。而接下来的一个问题更是揭示出即便是38%这个数字也存在很大的水分。仅仅只有27%的金融顾问了解“债券久期”的准确定义。“久期”听起来似乎和时间跨度有所关联，而实际上，债券久期是用来衡量债券利率风险的工具。

然而，从根本上说，债券很无趣，没有吸引力，它不会像股票一样猛然上涨。信贷紧缩前，媒体只谈论股票，从不关心债券。正是由于缺乏了解，缺乏兴趣，导致我们在投资债券时无从下手。

还有一个问题是，即便有适当的债券配置，我们在债券的投资组合中还是不够分散化。尽管个人理财专家们反复提醒投资要多样化、分散化，可他们谈论的分散化是资产总配置或是股票投资的分散化，而非债券投资的分散化。其实，**固定收益资产的多样化要比股票的多样化还要重要，原因是债券与股票不同，债券一荣俱荣，一损俱损。**投资者可能不明白持有不同类型的债券（比如，市政债券、公司债券，乃至新兴市场债券）也有减小风险、增加收益的潜力。

这是个人投资者在债券市场遇到的实实在在的问题。要想债券投资组合多样化，单靠一己之力是无法办到的。单个的债券价格昂贵不说，而且不好交易，所以除非你非常富有，不然很难使债权投资多样化。就算你很富有，测算债券实际价值的工作也是项艰巨的任务，更别提独自进行信用分析了。雷曼兄弟公司在破产前五天仍然得到了“A”的信用评级，大部分个人和机构投资者（包括雷曼兄弟公司自身在内）都未能正确评估雷曼兄弟公司的实际信用风险。要避免重蹈雷曼的覆辙，同样要求做到投资多样化。**而最简单、最有效的办法就是，通过共同基金或是多行业的债券型基金实现多样化，它们既能分散债券市场的风险，也能帮你进行信用分析。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市政债券

个人可以轻易地投资市政债券，而无需使用基金。从历史上看，70%的市政债券是由个人投资者持有的。市政债券的利息收入可以免除收入税，所以迎合了那些需要支付高额所得税的人们的需求。市政债券的投资是允许多样化的，至少在加利福尼亚等州有庞大的交易市场，提供多样化的信贷投资。在信贷紧缩时期，市政债券大伤元气，这不得不引起我们对市政债券的重新思考。

个人投资者在购买市政债券时的想法十分古怪。他们倾向于平价交易，就是说按照债券的面值交易。比方说，某一债券的利率是5%，其面值是1 000美元，交易时也是1 000美元，这就称做平价交易。但债券价格是浮动的，它的变化取决于利率的变化。假如利率上升到6%，那么，市场对这种1 000美元的债券的需求就会下降，价格也会随之下跌；反之，利率下降，债券需求上涨，价格随之上涨。问题的关键就在于，**平价购买债券没有实际的好处，只是心理上好受些罢了。**

晨星公司（Morningstar）固定收益策略部门主管埃里克·雅各布森（Eric Jacobson）说："投资者喜欢整数，因为整数简单易懂。"而且他们喜欢以平价来购买债券，总是避免溢价或是折价交易。"平价购买债券便于投资者跟踪投资走势，因为有明晰的投资起始点。这同样使投资者更容易被专业的债券交易商蒙骗，业内人士对投资者习惯平价购买市政债券的倾向了如指掌。**渔夫们利用鱼总往光亮的地方聚集的习性在夜间捕鱼，与之相同，债券业内人士也利用散户们对平价债券的钟爱而大获其利，这部分投资者就是他们捕获的"肥鱼"。**

长期以来，债券业内都有一个不言而喻的道理，那就是假如有管理者不喜欢某个债券，他就会将它拿去出售。雅各布森说：

> 众所周知，个人投资者偏爱平价债券。国家级的大型经纪商将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平价债券出售给地区级的小型经纪商，然后，小型经纪商再将其转手给其他客户。

问题在于这类债券是可赎回的，就是说债券发行者有在到期之前兑换其债券的权利。所以，即便是平价购买，这类债券都极不稳定，因为它们依赖于利率的走势。业内把这种不稳定性称做“易赎性”，因为这类债券随时可能被赎回。雅各布森说：**“个人投资者购买的平价债券看起来既稳定又简单，而事实上它的风险极不稳定，完全不适合投资组合。”**个人投资者应该杜绝对平价债券的盲目追捧，三思而后行。

决策

从前，我们总认为债券很无趣，风险低、收益也低。然而，信贷紧缩应该已经改变了我们对债券的刻板看法。许多专业债券管理者也在信贷紧缩中暴露出诸多失误，越来越少的债券收益导致他们忽略了债券风险，不断加大投资，最终自食苦果。同时，**投资债券仍然是属于专业人士的游戏，个人投资者并不受欢迎，许多交易商也不愿意改变现状。**投资者进退两难。

你可以选择单打独斗，自己投资政府债券或债券指数，否则，就只能选择投资债券型基金或借助于专业债券管理者。无论是多精明的个人投资者也无法得到债券的信用分析等信息，无法估算债券的适当价格。就算搞到这些信息，债券的定价还是于个人投资者不利，因为固定收益是一个机构市场，个人投资者涉入其间只会被剥夺得片甲不留。综合这些因素，债券投资还是得靠专业共同基金管理人。但是鉴于他们最近的过失，你还敢相信这些专业人士吗？你还敢把自己的钱交给他们处置吗？要突破这道心理防线还很难，我也不能给出满意的答案。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章

退休金面临的困惑

下面是一个测验：两位先生在计划退休以后一笔资金的花销，哪一种花销方式更合算？



测试 1

两个人都在银行有一些存款，并且每人每月都能花费1 000美元的社会保障金。此外，他们已经为子孙留下了一笔资金作为遗产。以下两种选择是平等的，选择哪一种花销方式只取决于个人偏好。

瑞德先生：在瑞德先生的有生之年，除社保金外，他每个月可以开销650美元。在他死后，这笔款项支付也随即终止。

盖瑞先生：除社保金外，盖瑞先生可以自主决定每月花销多少钱。款项支付什么时候终结，取决于他花了多少钱。假如每月只花400美元，那在有生之年他每个月都不愁钱花，死后他可以将剩下的钱捐给慈善机构。如果每月花650美元，那么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

款项支付将在他85岁时终结。

结果： 你的答案是什么？很可能你认为瑞德先生的选择要更划算，因为他可以保证终身都有开支，而盖瑞先生的钱在85岁之后就花光了。

这个测验实际上是个心理测试，它的设计者是经济学家杰弗里·布朗（Jeffrey Brown）、杰弗里·克林（Jeffrey Kling）、森德希尔·穆拉伊纳丹（Sendhil Mullainathan）和玛丽安·弗罗贝尔（Marian Wrobel）。他们的初衷是想研究人们在做退休决定时会受到哪些因素的影响，结果发现，绝大多数的被试者都觉得瑞德先生的选择要比盖瑞先生的好。

接着，他们对这个实验做了一些小小的改变。他们重新组织了语言，改变了描述方式，使传递的信息看起来与先前有所不同，然后将之呈现给另一组被试者。

下面是修改后的测试，试试看。看过了之前版本的你也许不会更改答案，但不管怎么说，请仔细阅读测试题的说明部分，重新思考之后再做决定吧！



测试 2

两位先生在计划退休以后一笔资金的花销，哪一种花销方式更合算？

两个人都在银行有一些存款，并且每人每月都能得到1 000美元的社会保障金。此外，他们已经为子孙留下了一笔资金作为遗产。两个人决定选择不同的方式投资10万美元的存款。两种选择是平等的，选择哪一种花销方式只取决于个人偏好。

瑞德先生： 他向一个账户投入了10万美元，从而在有生之年每月获得650美元；他只能提取账户收益，不能撤回本金。当他死后，收益随之终止，他的投资将化为乌有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盖瑞先生：他向一个账户投入了10万美元，每年获得4%的利息。他有权在任何时候取走部分或全部的本金。在他死后，他可以将剩下的钱捐给慈善机构。

结果：多数被试者表示盖瑞先生的选择更划算。

从金融角度上讲，测试1与测试2是完全相同的。但从心理角度上讲，由于描述语言的不同，两个测验显得大相径庭。测试1完全是从消费的角度描述的：两位先生计划如何花销。所以，在做测试1时，你考虑的是做出决策可能带来的消费结果。第二个测试侧重的是投资，它使用了“投资”和“收益”之类的字眼，谈论的是账户结余。因此，在做测试2时，你考虑的是投资收益。

心理学将此类认知的偏差称做“框定”。虽然信息在实质上是一样的，但由于措词不同，我们就会有不同的解读，做出不同的决定。当投资问题被框定成了消费问题之后，瑞德先生的决策就显得更加划算了。反之，当消费问题被框定成了投资问题，盖瑞先生的投资决策似乎又更合理。简言之，在做金融决策时，无论决策大小，语境与内容都同等重要。

我曾与布朗交谈过。这听起来有点像鬼才导演昆汀·塔伦蒂诺的暴力电影情节，电影中的每个角色都以颜色来命名，[①]而其实我指的是伊利诺伊大学一位杰出的经济学家杰弗里·布朗，他是这个实验的组织者之一。他如此评论实验结果：

从前，经济学家都不约而同地认为，人是极度理性的，人最大限度地追求幸福（即经济学家口中的“效用”）。如果真是这样的话，那么，无论信息经过如何包装，人们的决策也不会受到影响。但事实上，我们看到人们面对包装各异的信息表现出的行为也不尽相同。

① 布朗在英文中为“Brown”，也含棕色之意。前文中瑞德先生（Mr. Red）和盖瑞先生（Mr. Gray）的名字分别有“红色”、“灰色”之意，所以作者说听起来像鬼才导演昆汀·塔伦蒂诺的暴力电影情节。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个实验不仅仅说明了框定会影响决策制定，它也向我们更清晰地展现了美国人制订退休计划时是如何陷入框定思维的。退休之后，我们应该注重财富的积累还是消费？衡量经济成功的标准到底是持有的财富数量还是消费能力？正如实验所展示的那样，这是看待同一个问题的不同方式。

杰弗里·布朗认为，人们总是很习惯地从投资的角度看待退休，这跟测试 2 里的人一样。可他本人觉得，从消费的角度看待退休更为恰当。他说：**"不少人被怂恿选择储蓄，他们满脑子惦记的都是自己的账户里有多少钱，利率又是多少。可事实上，我们应该考虑的是，每月吃喝的花销是多少，每月的开支又是多少。"**人们的这种思维习惯或框定在退休之后就变为现实，多数人像盖瑞先生一样，选择了投资的方式。然而，大多数经济学家觉得，我们应该养成消费思维，效仿瑞德先生的做法。

结果已经显而易见了，瑞德先生购买了一份年金：每月 650 美元。这个实验从侧面说明了，年金虽有不少经济优势却依然不受欢迎的原因。

年金

退休之后购买年金是非常明智的，也有一些很合理的理由，其中最重要的是，不用担心"人活着，钱没了"的悲剧会降临到自己身上。购买年金之后，每个月都能保证固定的收入，所以你的迟暮之年不会在贫困中度过。与传统的投资相比，年金可能带来更高的收益，因为年金拥有内在的保险特征，当然，前提是你的寿命够长。对年满 90 岁的人而言，传统资产投资的收益仅仅是等量年金收益的 40%。另外，考虑到退休的人在理财方面也不再那么驾轻就熟，购买年金就成了他们的必要选择。正是这些理由促使多数经济学家以及整个保险业近似疯狂地推崇年金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可是这一切都点燃不了公众对年金的兴趣，购买年金的只有一小部分人。许多人厌恶年金，这让学术界很费解。经济学家在领取诺贝尔奖时说道："众所周知，个人年金成交合同少之又少，其中的缘由耐人深思，令人困惑。"

现在，迷惑已经解开。答案与人的心理有关。年金直到最近都仍难以赢得众人的好感，当然，经济学家除外。

> **第一，年金通常价格不菲，定价不透明且难以计算。**这是人们不购买年金的一个非常现实的原因。**第二，购买人寿命越长，年金的价值才越明显。**因此，年金总是吸引一些注重养生延年的人购买。保险公司注意到了这一点，于是相应地提高了年金的价格。所以年金并不公平，其定价有利于长寿的人而不是普通大众。**第三，年金也存在风险。**因为你是和保险公司签的年金合同，一旦公司破产，你的年金也就打水漂了。**第四，年金的计算方法复杂难懂，而人们是不喜欢复杂事物的。**首先，它的名称就让人犯糊涂，很多被称为年金的资产并不符合年金的要求。保险公司提供的某些产品的名称中含有"年金"二字，而事实上却更像是共同基金：无需缴纳本金，也不保证终生收益。我这里所指的年金是"终身年金"，即在投保人有生之年，向投保人定期定额支付款项的保险产品。

框定思维是核心问题：投资者将年金视为高风险的赌博，短命即输，长寿即赢。而在经济学家和保险公司眼里，年金是一种保险产品：不是针对死亡，而是确保老有所养。他们将其称为长寿风险，就是说你比预想的要长寿，而养老的费用却不够用了。一般人都认为长寿是好事，经济学家则例外，因为他们对年老之后的经济风险有所顾忌。但是，年金可以在很大程度上解决老无所养的顾虑。话题又回到了杰弗里·布朗的框定实验。布朗说：

> 如果我惦记着银行里有多少存款的话，那购买年金实在太让人痛苦了。我投入了一大笔钱，而能不能收回还得看我活得了多久，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样的话，年金风险太高了。换一个角度，如果我考虑的是每天能够花多少钱，那购买年金其实也挺不错的。

保险公司非常了解该领域的行为经济学研究，他们对消费者的心理弱点也了如指掌。于是，他们对产品加以调整，满足消费者的心理需求和金融需求。比方说，重新框定我们对年金的看法，突出年金的保险功能。

一些年金明确地被作为“长寿保险”出售，这些年金的价值在购买人岁数很大时（85岁以上）才能显现出来。还有一种办法是将年金与长期护理保险挂钩，突出老年人最关心的两大问题：资金保障和医疗保障。还有可变年金，它同时强调增长和收益，而这两者都是我们最在乎的。“保证死亡利益”的变化最大，保险公司希望通过保证死亡利益消除人们对年金即“博命”的成见。假如你在年金生效之前去世，那么你或是你的受益人可以收回之前付的款项。

保险公司应用行为经济学，促使年金产品发展迅猛，品种不断翻新。曾经乏善可陈的保险业竟然站到了金融创新的舞台中央，而且似乎这种成功推广年金的趋势仍将延续。

对此，我不抱乐观态度，年金的推广依然没能摆脱一个羁绊，即人们心理上的控制欲。购买了年金就意味着交出了金钱的控制权。或许保险商允许你购回年金，可达成这项条件也代价不菲（本来，年金是不可赎回的）。“不可赎回”，就是花出去的钱如泼出去的水：覆水难收。假如你手头有100万美元，购买年金之后，这笔钱就被划到了保险公司名下。尽管每个月你都能收到一笔款项，可原来的100万美元却已经不属于你了。

年金的确可以为你免除老无所养的风险，却又带来了其他烦恼。比方说，你或你的孙子大病一场，急需用钱，这时你的钱却被捏在保险商的手里。抛开抱病这类事不说，谁都希望有自由支配财富的权利。比方说，有人可能愿意花1.5万美元买一瓶香槟，然后在夜总会狂欢时尽情喷洒；有人可能梦想

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

着去一次迪拜，在那里疯狂购物，大肆挥霍，然后两手空空地回来。类似的欲望可能每个人都有。要想实现这些梦想，仅仅依靠每月保险公司分发的那点养老年金可不大现实。

所以，问题的关键就是：**你愿不愿意以年金的形式保障退休后的消费？我认为这个问题与是否理性无关，个人愿意如何投资、如何消费，仅仅取决于个人的偏好。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分 02

做逆势交易的赢家

大部分人做金融预测时完全是随意的：根据市场当前的表现为其未来的走势下定论。尽管这样做心理上说得过去，但却是不明智的行为，股市未来的实际走向与多数投资者的预测往往背道而驰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 6 章

分散你的投资

美国圣塔克拉拉大学金融学教授迈尔·斯塔特曼说："在我的印象里，人们是这样选择投资组合的，他们在金融超市的过道间来回穿梭，挑上些谷类食品（某公司的股票）、沙丁鱼（其他股票），再添上些奶酪和任何吸引眼球的食品，最后推着满满的购物车去收银台结账。这一切杂七杂八的食品构成了他们的投资组合。"可见，他对投资者构建投资组合和挑选证券的方式嗤之以鼻。作为行为金融学的先驱，斯塔特曼深信，人们在选择投资时缺乏周密的考虑，根本没有搞清楚自己的投资组合是如何建立起来的。他指出，大量实证研究表明，投资者在做投资决策时不会全面考虑投资组合的影响。



一项针对一家美国大型零售连锁店员工的 401(k) 账户[①]的调查发现，员工把投资组合的 46% 都用于购置本公司的股票。

① 401(k) 账户，是一项雇主资助的养老金计划框架，得名于美国 1978 年《国内税收法》第 401 条 K 项的规定，企业为员工设立专门的 401(k) 账户，员工每月从其工资中拿出一定比例的资金存入养老金账户，而企业一般也为员工缴纳一定比例的费用（也称为"雇主匹配"）。员工自主选择证券组合进行投资，收益计入个人账户。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是极不明智的投资配置，投资比例的风险也极高。造成这一现象的一个原因就在于401(k)账户的构成方式。公司在为员工的养老金计划缴款时，全部使用的是公司自己的股票。员工本身选购的公司股票占投资组合的23%，再经过公司这一层的缴款，数字就翻了一倍，成了46%。

然而，公司雇主后来改变了401(k)政策，不再自动以公司股票为员工缴款，而是让员工自主决定投资组合的比例。现在，员工做出了较好的投资组合决策，将持有的公司股票比例调整为投资组合的23%。

耶鲁经济学家詹姆斯·乔伊（James Choi）和几位同事对401(k)计划进行了细致的研究，希望能够找到证据说明人们是如何做投资组合决策的。乔伊解释道："改变401(k)计划之前，员工根本没有想到公司的做法有何不妥。政策改变之后，员工才意识到了账户的不合理。"在原来的计划下，员工对公司使用自身股票为其缴款的事实视而不见。他们在投资配置时不去考虑这个问题，甚至完全没有注意到这个问题。乔伊表示，一旦员工不得不决定怎样配置账户结构时，他们便立即意识到了问题所在，于是，他们做出了更好的决策，减持了公司股票。

人们倾向于根据局部账户做出决定而非综合账户，即把不同的财富分开考虑，这种现象被行为经济学家称为"心理账户"。**人们潜意识中将每一份财富分别放入各个不同的心理账户，只考虑单个心理账户的结果，而忽视了不同心理账户的整体作用。**我们在脑中把钱分门别类：娱乐费、交通费、退休金诸如此类。同样，心理账户也把收入划分成不同的种类。通过辛勤劳动挣来的钱和一笔意外之财的处理方式是大不相同的：你很可能会很快花掉意外之财，而把辛苦挣来的钱储存起来。

心理账户导致人们在选择投资时缺乏对投资组合的整体考量，这是个不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可忽视的问题。另一方面，心理账户也有好处，由于人们根据财富的来源与支出划分出不同性质的多个分账户，每个分账户有单独的预算和支配规则，所以心理账户能确保人们遵从预算、控制支出。在此过程中，它也节约了时间和精力。而真正的问题在于，尽管我们都遵循心理账户，但是，无论是投资组合理论还是财务规划实践，都没有对心理账户予以充分的承认。

现代投资组合理论

构建投资组合涉及一个十分陈旧的基本概念：不要把所有的鸡蛋放在一个篮子里。这一概念在第二次世界大战后才由诺贝尔经济学奖得主哈里·马科维茨（Harry Markowitz）确立起来。

> 他提出了“现代投资组合理论”，通过数学论证，阐述了如何构建投资组合才能保证收益最高、风险最低。其中一个理念是，分散化不在于持有股票的多少，而在于所投资股票的价格走势是一致的还是分离的。资产的相关度越低，带来的分散化越高。

马科维茨的现代投资组合理论是经济学和金融学的一大进步，为之后许多理论的诞生奠定了基础。然而，要把马科维茨的理论付诸实践并不容易。如今，理财软件都以马科维茨的理论为基础，试图通过使用方差与协方差等技术方法，找到最优的投资组合。整个投资过程取决于投资者的风险容忍度，一个玄之又玄的概念（稍后将会提到）。除此以外，马科维茨的理论很大程度上都和数学有关，而和心理账户没什么瓜葛。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后现代投资组合理论

“告诉人们应该怎么做，分析人们实际怎么做，二者是传统经济学和行为经济学的区别。”这是马科维茨亲口告诉我的。人们可能以为，马科维茨是一位传统守旧的老学究，那就大错特错了。实际上，他不仅是现代投资组合理论之父，还是行为经济学之祖。早在行为金融学诞生之时，马科维茨就已经认识到了人们对待得失的不均衡性。用他的话说，如果你得到一笔意外之财，那么你很可能会“肆无忌惮”地花掉。

马科维茨现已80岁高龄，他目前研究的是如何将自己创造的优化投资组合的传统方法和行为金融学的心理账户结合起来。这项工作涉及人们对待投资组合的行为学概念，该概念的提出者是赫什·舍夫林与迈尔·斯塔特曼。所幸的是，斯塔特曼也加入了研究，与马科维茨并肩作战。表面上看，研究对象有点自相矛盾，可马科维茨向我保证二者其实并不冲突。

> 投资者总是希望得到风险与收益的有效组合，即最低风险与最高收益。但是投资者不会考虑有效边界，他们考虑的是心理账户、投资组合的局部以及各不相同的目标。最低目标是不要沦落为无家可归的流浪汉，最高目标是发家致富，介于两者之间的目标是维持生计。

通过这项研究，马科维茨和斯塔特曼希望找到一种方法，使投资者在保留心理账户思维的情况下，仍然能够构建一个有效的投资组合。两个人都表示，这个研究目标在理论上是有可能实现的：投资者只须为不同的投资组合设定不同的目标。**与其构建一个满足所有需求的投资组合，不如构建若干个风险与收益水平适当的投资组合，分别满足投资者不同的需求：退休基金、高等教育基金、应急基金以及旅行基金等。**这种做法顺应了人们的心理账户。譬如，为了避免沦为流浪汉的风险，你可能大规模投资国债，这样，你就永

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

远不可能流离失所。而对于不能过分依赖的“快速致富账户”，你可以投资对冲基金，甚至曾饱受重创的按揭证券。

这些见解对投资者而言可能算不上新奇，但对财务规划师的工作却有革新意义。它们可能使财务规划的面貌焕然一新，正如当初马科维茨的数学论证革新了投资理论一样。**将来，财务规划师会为每一位客户创建多个满足不同需求的投资组合，确保各个投资目标的资产组合以及风险水平合理适当。**如此简单明晰地构建投资组合，客户在拥有有效的投资组合的同时也会感到很舒服。假如股票下跌了40%，客户也无需仓皇失措，因为他们还持有安全的低收益债券组合。这是一种未雨绸缪的做法。

还有更为简便的办法，就是依据不同的目标，从心理上把原来的投资组合“框定”为不同的部分：风险较高的部分当做留给子孙的遗产，安全的部分满足自己的食宿等基本生活需求。

> 假如夫妇拥有一份共同的投资组合，但是各自的理财观念有出入的话，这个方法就很适用。比方说，丈夫关心退休养老，妻子憧憬发家致富，那么，理财顾问可以从心理上把这份夫妻共有的投资组合框定成两份，一份多数是债券的安全投资配给丈夫，一份收益较高的风险投资配给妻子。

要是投资者希望更直截了当地构建投资组合，不愿如此纠结，怎么办？马科维茨的建议是：“关掉电视，别看金融节目，要不就转台看烹饪频道。”他主张长期持有股票和债券，切勿频繁转手。更重要的是，要学会分散投资，正如他的研究所揭示的那样。马科维茨说：

> 我个人没有每日专栏的电视节目，要是有的话，我会每天在节目上反复念叨“分散化”，一直说到节目结束。第二天，我再上节目的时候，观众们会问：“马科维茨先生，今天你的投资建议又是什么呢？”我的回答还将是“分散化”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险容忍度与投资

2004 年，罗伯特·扬·佩尔顿（Robert Young Pelton）徒步行走于恐怖的达里恩沼泽（The Darien Gap）。达里恩沼泽位于哥伦比亚和巴拿马交界地带，偏远而荒凉，毒蛇黄蜂横行、有毒植物蔓生、虫媒传染病肆虐，还不乏武装分子的出没——这里是哥伦比亚反叛分子躲避官方打击的藏身之所。正是这最后一种威胁，给佩尔顿带来了麻烦。他与两名同伴遭到了哥伦比亚右翼准军事组织的武装挟持。所幸的是，他只是遭到了绑架而非谋杀——要知道，就在他被挟持的几分钟前，准军事组织刚刚伏击并枪杀了四个人。接下来的几天，佩尔顿不断在丛林里辗转，被不同的反叛组织作为人质交易。最后，他被带到了一个废弃的畜牧场，此时的他生死未卜，随时都有被处死的危险。

这不是佩尔顿首次身临险境，除了被挟持之外，他还曾面临过杀人蜂、飞毛腿导弹、坠机、阿尔及利亚敢死队的袭击等生命威胁，不过他都奇迹般地生还了。他的大名，是世界上最具冒险精神的旅行者的代号。他写作并出版了《世界上最危险的地方》（*The World's Most Dangerous Places*）和《奇迹生还》（*Come Back Alive*）。在挟持事件的最后，多亏一位天主教牧师的介入，佩尔顿才被哥伦比亚反叛分子释放了。当被问及是否还愿意返回达里恩沼泽时，他不假思索地答道："当然愿意。那里危机四伏，恰恰是这点吸引了我。"

很明显，佩尔顿不单单是容忍风险，他还热爱冒险，爱得奋不顾身。而风险容忍度，同样也是金融学的一个中心概念。众所周知，人的一生中总是既喜好风险，又厌恶风险，这点在投资决策上也有体现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我通过电邮与佩尔顿取得联系，当时他身处阿富汗，我想知道喜爱风险的他都有什么投资。

佩尔顿在电邮中写道："我对金融风险敬而远之，我没有抵押贷款、不用信用卡，生活得很俭朴。"

我想知道他喜不喜欢股票。股票常常被当做长期的安全投资来兜售，那么他喜欢投资股票吗？他喜欢选股吗？佩尔顿从阿富汗发来回信说："不。不过，我曾给美林证券公司当过邮差。"

佩尔顿向我们表明，人们对待风险的态度十分复杂，有时甚至自相矛盾。**人们可能喜好某个领域的风险，却对另一个领域的风险极其厌恶。由于情绪与经历的变化，我们对风险的态度也可能前后不一致。**在同一天里，我们早上起床准备迎接风险，可到了晚上，我们对风险又失去了兴趣。走进毒蛇与叛军出没的丛林的风险显而易见，相比之下，投资股票的金融风险要隐晦得多。**投资自己公司的股票蕴藏着极高的风险，稍不留神，自己的工作和积蓄就会化为乌有。**可悲的是，许多人觉得这样做非常安全，很大的原因在于这是大家所熟悉的投资方式。

建立在马科维茨的现代投资组合理论之上的风险容忍度概念是财务规划的基石，尽管目前测算投资者实际风险容忍度还相当困难。投资者如何权衡风险与收益决定了他如何配置资产，所以，理财顾问的许可机构以及合规部门规定，凡是咨询理财顾问的投资者，都必须先填一份测算风险容忍度的简短问卷。投资者把填写完成的问卷交给理财顾问做分析，他们会判断投资者是喜好风险还是厌恶风险，然后根据投资者的风险容忍度为其制定投资组合。其实，许多实施问卷调查的理财顾问并不相信问卷结果，我认为他们的质疑是有道理的。

风险容忍度问卷的风险

风险容忍度问卷有一个缺陷，那就是人们全凭感觉答题，根本无视问题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的内容。



萨姆·吉尔（Sam Gill）在 1947 年做过这样的实验，他在人群中调查人们对《重金属法》（*Metallic Metals Act*）的意见。所有被试者需要回答这样的问题：

以下哪一种陈述最接近你对于《重金属法》的看法？

- 对于美国来说这是一个很好的举动。
- 这是一件好事，但是应该由各个州来决定。
- 对外国来说还好，但是美国还不需要。
- 完全没有价值。
- 没意见。

70% 的被试者表达了这样或那样的意见，其中选择第二个选项的人最多——这是一件好事，但是应该由各个州来决定。

其实，《重金属法》纯属子虚乌有。这个实验证明人们会煞有介事地回答问卷的问题，而根本不顾及客观事实。实施风险容忍度问卷调查碰到此类风险的可能性也相当大。此外，投资者安闲地坐在办公室里挥笔勾答的问卷，必定无法准确反映他们在高压下可能采取的行动。

问题难就难在人们对投资风险缺乏全面、客观的认识。普林斯顿大学的心理学家艾尔达·沙菲尔（Eldar Shafir）表示："普通大众对风险知之甚少，这是个很严重的问题。那些不顾风险而接受次级抵押贷款的人便是很好的例子。"

测算你对金融风险的实际容忍度

了解自己的金融风险容忍度相当艰难。金融危机过后，财经专家宣称，投资者的风险容忍度发生了显著的变化，不再需要像以前那样反复告诫他们股市有多危险。其实，投资者对风险的容忍度没有变化，变化的是他们对风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险的感知。“一朝被蛇咬，十年怕井绳。”让你难以忍受的其实不是蛇或井绳本身，而是被咬的风险。

评估投资者对金融风险的实际容忍度虽然艰难，但也并非无法实现。这需要大量的研究和努力，设计一个有效的测试。最起码，理财顾问需要更加开诚布公地说明投资风险，问一问客户，假如他们的资产价值缩水 45%，会做何感想？还愿意投身股市吗？要是投资者早些了解股市崩盘的风险，而不是在 2008 年股市崩溃时才后知后觉，那么他们就不会在股票上投重注了。

投资者同样需要更加了解风险收益权衡。**通常，财务规划软件无法根据客观情况准确分析风险与收益，在软件模式里，高风险才能保证高收益。**的确，增加对高风险资产类别的投资能增加获得高收益的机会，这是投资其他低风险资产办不到的。但可别忘了，高风险投资遭遇毁灭性损失的可能性也要大得多。

业内批评人士，比如波士顿大学教授拉里·科特里科夫（Larry Kotlikoff），将财务规划软件称为“骗局”，因为人们购买这类软件根本起不到辅助投资规划的作用，它们无法明确指出风险收益权衡。

> 科特里科夫宣称，这类软件的真正目的，是引导投资者购买那些高收益且高风险的资产，以便经纪人从中收取更高的费用。另一方面，软件会忽略掉诸如国债这类低风险的资产，不仅因为这类资产收益率低，更重要的是，经纪人从中捞不到什么油水。

测量风险容忍度错综复杂，评估面临风险的态度颇具挑战，了解风险收益权衡困难重重，既然如此，我们可以用一个更直观的方法说明金融风险：吹气球。事实上，**气球模拟式风险作业**（Balloon Analogue Risk Task，BART）是从行为学角度衡量风险容忍度的有效工具。它的发明者是马里兰大学的心理学家卡尔·勒耶斯（Carl Lejuez）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

测试流程是，受试者坐在电脑前，屏幕上会出现一个瘪了的气球。受试者可以通过点击鼠标给气球打气，每点击一次，气球就鼓胀一点。同时，每一次点击成功，被试者都能得到一枚5分硬币作为回报。但是，一旦气球爆炸，所有的钱都将归零。在被点击64次左右时，气球看起来就有爆炸的危险。点到128次时，气球就肯定会爆炸。实验中，受试者通常都会吹爆几个气球。

吹气球实验通过实际活动，让人们认识到了自己对风险收益权衡的反应。它把风险看成一个连续体：如果承担的风险过多，你最终会一无所有；但是，承担一点风险是有好处的，不然，气球就永远不可能被吹胀，你也永远不可能得到金钱奖励。也许有一天，气球模拟式风险作业会取代风险容忍度问卷，成为财务规划行业的重要基石。虽然这是依靠电脑操作的，但你也可以试试吹一吹真正的气球，看看在气球爆炸前，能把气球吹多大。我相信，从中你也能领悟到这项实验的真谛。

关于基本投资组合的话题就讲到这儿。以下几章，我们将讨论一些更高级的战胜市场的技巧。我将在投资者心理及其市场影响的基础上，详细分析几种投资策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 7 章

发现股票的准入时机

股票分析师的建议有左右市场的功效。科技股泡沫时代，他们对股价走势的判断以及购股建议总是报纸的头版头条。泡沫破裂后，分析师的建议再次跃居头版，不过这次大众关注的是他们的偏见、利益冲突以及明目张胆的腐败。安然公司舞弊案就是股票分析师徇私枉法的极佳例子：就在公司破产六周前，17 名分析师中竟然有 15 名都把公司股票评定为“买入”或“强烈买入”级别。

这个事例（以及华尔街分析师虚假评级的丑闻）表明，分析师不是全无用处。事实上，他们自有绝活。**他们的建议的确有投资价值，前提是你能参透他们传递的信息，认清哪些是偏见、哪些是灼见。**

最明显的偏见：绝大多数的投资建议都是“买入”。20 世纪 90 年代早期，“买入”与“卖出”建议的比率是 10:1 左右，自那以后，两者鸿沟越拉越大。由于股票分析师所在的银行承销了股票的发行，他们的建议开始脱离实际，再也不去说股票的坏话。在 IPO 时代，受银行雇用的分析师对股票的积极评价要比独立分析师高一倍。这不是非理性泛滥，而是各为其主的商业之道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析师兜售股票，扩大 IPO 发行量，以此支持自己公司的投资银行业务。

如今，分析师对新的 IPO 持有的偏见已经不再那么明显。市场随时提防分析师的利益冲突，分析师本身对此也坦承不讳。此外，新的成文法规也能起到监管作用。不过，一切尚无定论，因为美国 IPO 市场几近枯竭。

股市对分析师的偏见洞察入微。**假如所有的分析师都推荐买入同一只股票，并且在一段时期之内他们的观点仍无改变，市场就会有所觉察：没有理由买入这只股票。**倒不一定是因为分析师的看法有误，而是因为市场会根据分析师提出的建议做出调整。后知后觉的永远是那些不够精明的投资者。

分析师的建议没有奏效，主流经济学家一点也不会感到奇怪。他们认为，无论股票分析师再怎么专业，也不大可能战胜市场。主流经济学家信奉有效市场理论，认为股价充分而及时地反映了所有市场相关信息，因此，投资者只能赚取风险调整后的平均市场收益率，而不可能持续获得超额利润。

如此看来，分析师果然破绽百出。有趣的是，投资者仍可以通过分析他们的建议为自己谋利。

■ 达特茅斯学院（Dartmouth College）的行为经济学家肯特·沃马克（Kent Womack）不但擅长股票分析，而且还是名投掷标枪的好手。进入学院前，他曾长期效力于高盛公司。他告诉我，从华尔街到学术界的这段人生转折不是人人都向往的，因为学校里的数学“难得要命”。但是，他的华尔街经历也对其学术生涯起到了推动作用，使他更清楚投资的症结所在，他提出了一个有趣的问题：“华尔街分析师的建议有价值吗？”

沃马克花了一年多的时间，针对这个问题展开了透彻的研究。他整理数据，记录股票的实际走势，再将之与分析师信誓旦旦的预测相比较。研究的重点是辨别分析师建议的变化，例如，“买入”变为“卖出”，或是“卖出”变为“买入”。在经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纪人发表关于某只股票走势的意见后，他就密切关注该股票的市场动向。

沃马克的研究表明，在一定条件下，股票分析师还是有价值的。在某股票被分析师评级为“买入”、“强烈买入”和“推荐买入”的三天内，它平均上涨了3%。分析师提出“卖出”某类股票的建议后，该股票在数月内平均下跌了4.5%。这些股票的波动并不是短暂的。股价走势长时间内符合分析师的预测，有的甚至在4~6个月内与分析师的预测相符。由此可知，分析师大体上是正确的。当分析师把某股票的评级从“买入”修订为“持有”，这就是个极具价值的信息。由于分析师很可能是正确的，所以那只股票（经过风险调整后）极有可能下跌。

请注意，沃马克强调的是分析师预测的变化，所以千万不要因为一只股票的评级是“强烈买入”，你就风风火火地去购买。沃马克对我说：

有一点至关重要。分析师的股评无关紧要，关键的是股评的变化。即使8~10个分析师建议购买一只股票，那这些信息也不足取。但是，如果你发现某只股票从“持有”变成了“买进”，或是从“买进”变成了“持有”，这便是一个股票走势将要发生变化的信号。仅仅根据大众都知道的信息来购买股票，除了增加交易费之外，我看不出有任何价值。

其本质原因是，股市已经充分吸纳并反映了分析师的建议，但是，它无法完全地反映建议的变化。不能说股市对分析师建议的变化毫无反应，只不过它的反应不够迅速、不够全面。沃马克这样说道：**“新信息到来后，市场没有做出过度反应，而是在等待观望，我们甚至可以说市场对信息反应滞后。”**股票评级提升的消息发布后，虽然市场立即会有较大的反应，但是其反应依然不足，导致股价没有调整到应有的水平。比方说，某股票评级提升为“买入”，由于市场反应不足，在接下来的3个月内，该股票仍然可以获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2%的超额收益。但是，如果市场反应充分而及时，股票价格就不会出现持续数个月的缓慢调整。

股市对变化的反应不足是行为金融学的常见主题，市场需要一段时间才能完全吸纳新的信息。

> 以“盈利惊喜”为例。某公司的收益报告发布后，股市必然会有所反应，但是，该公司的股票价格持续上升，有时可长达三个季度。再举个公司削减红利的例子。削减红利公司的股价可能会大幅下跌，但是，这不会一触即发，因为市场需要一段时间才能充分做出反应。

沃马克说：“你会发现，**不论出现利好消息还是利空消息，市场的反应都比较滞后**。不失偏颇地说，这是个很普遍的现象。这就是我研究的主题。”

市场反应滞后，不代表你的反应也会滞后。这时，分析师的建议就彰显了它的投资价值。他们对股价未来的走向提出了宝贵看法，你可以抢在市场反应之前跟随这些预测。**一半的股价变化会在消息发布后立即展现出来，而之后数日或数月的股价缓慢调整才是你盈利的机会**。再提醒一次，具有参考价值的是分析师股评的变化。如果分析师改口说某只股票将有上佳表现，一般说来，该股票在接下来的3~4个月都会有较好的业绩。

交易灵活的对冲基金会及时地根据分析师评级的变化做出反应，此外，交易费用低、免资本收益税的特点都使之成为赚钱的好门道。

尽管如此，分析师的建议，或者更确切地说，沃马克运用行为金融学发现的如何辨析分析师建议的方法，仍然对个人投资者很有用。凭借这个方法，你可以更加了解如何处理你的投资组合。就算你不愿意跟随市场信息亦步亦趋，至少，你能辨别未来市场走向的一些信号。另外，沃马克还发现，**股票评级下调后股价下跌的幅度要大于股票评级上调后股价上升的幅度**。

投资者必须谨记，这些理论发现针对的是一整套投资组合，并且强调的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是股票的平均反应。尽管分析师的股评变化极具参考价值，但是，任何一种股票都有40%的可能性背离分析师的预测。因此，**运用这套策略，必须持有分散而广泛的投资组合。**

沃马克的发现不仅对投资者有用，对金融学也做出了贡献，它揭示了主流金融理论的诸多猜想和结论缺陷。尽管人们一致认为市场是有效的，能够充分及时地反映所有相关信息，然而市场对分析师预测的滞后反应却表明，市场不能及时有效地反映所有信息。正因为如此，投资者就有了获利的机会，而且这个机会简单明了。沃马克说：

> 倘若分析师的主张从“持有”变为“买入”，那么，股票很可能在之后的三个月里有良好表现。如果分析师的建议一成不变，千万不要采取行动。投资，是在变数之中见成败。

算准股票时机

算准市场时机几乎是不可能的。科技股泡沫时期，少数对冲基金做到了，它们成功地在市场繁荣时高歌猛进，在市场衰败时全身而退。信贷泡沫时期，许多对冲基金却没有算准时机，市场繁荣时，它们大获全胜，市场崩溃时，它们却惨败而归。没人能准确预测市场时机，也没人能断言道琼斯指数或标准普尔500指数的走向。尽管人人都想在市场触底时买进，市场触顶时卖出，但是，任何理财顾问或华尔街专业人士都会发出同样的警告：**切忌择时交易。**

无法算准整个市场的时机，并不意味着就无法算准单个股票的时机。这是一个违背常理的异象：**特定情况下，某只股票的未来走势在很大程度上是可以预测的，交易时机是可以把握的。**要做到这一点，需要密切观察公司在资本市场的一举一动：公司对自己的股票是喜是忧？专业地讲，这个技巧称

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做净股票发行异象，它的理论基础来自最近若干个关于股价在公司回购股票或发行新股后发生变化的研究。这个“异象”向我们揭示：**公司回购股票或发行新股的行为是未来股价的风向标。通常来说，回购股票公司的股价在不断升高，发行新股公司的股价在不断下降。**

金融理论给出的结论恰恰与之相反：市场是不可预测的，是有效的，股票的价格已经充分反映了所有可能的信息，在股票价格对信息的迅速反应下，不可能存在任何高出正常收益的机会。

> 尤金·法玛（Eugene Fama）和肯尼思·弗伦奇（Kenneth French）是现代金融学“有效市场理论”的创始人，他们认为，股价变动是不可预知的。可是，最近，他们也承认：“净股票发行带来的异常收益现象比比皆是，不论是微型股、小型股，还是大型股，都表现出了该异象。”

连金融界的老前辈都不得不承认这种异象，投资者也应该擦亮眼睛，予以关注，尽管该异象还未达到广为人知的地步。有人对此异象的内在联系迷惑不解，可以这样解释，公司回购旧股或发行新股的行为是公司财务、资本市场以及行为金融学交叉融汇的结果。对利用此技巧投资的人来说，“异象”这个关键词应该被“机遇”取而代之，因为，它是使你战胜市场的少数方法之一，当然，肯定不能保证百试不爽。

回购异象主要是由这三位经济学家发现的：同在伊利诺伊大学香槟分校的大卫·伊肯伯里（David Ikenberry）、约瑟夫·拉孔尼修克（Josef Lakonishok）和在欧洲工商管理学院任教的比利时经济学家西奥·维尔梅伦（Theo Vermaelen）。我与维尔梅伦进行了一番探讨，他向我解释了回购股票的内幕，以及投资者如何凭借观察公司对自身股票的处理措施而获利。

> 公司对待自身股票的举措与公司内部人士对待公司股票的举措截然不同，内部人士处理股票时考虑的仅仅是个人得失，而公司回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购自身股票，是为了避免股价长期被低估。高管的薪酬通常被转换成公司股票的形式，因此，高管个人投资组合中的公司股票部分能揭示的信息少之又少。不过，大量未兑现的期权另当别论，因为它可能是高管心理状态的反映。

维尔梅伦说：**“回购股票的公司一般是在股市中遭受打击的公司。公司回购股票，最常见的原因就是公司认为其股价被低估了。”**公司遭受打击，通常是因为没能向市场发布收益预测，导致分析师对公司前景持悲观态度，将公司暂时的麻烦看成是长久的困难，于是调低了股票评级。碰上此类问题的公司通常规模不大，拥有的分析师也不多。但是，公司内部人士应该知道，公司只是暂时遇到了困难，尽管股价下跌，但公司业务还能维持运转。所以，他们认为此时是公司回购股票的最佳时机。在这里，公司的长远发展理念与分析师的短期分析判断发生了冲突。维尔梅伦说：

> 市场对关注短期业绩的分析师产生了回应。对短期业绩的关注，极有可能是使用盈利倍数评价公司价值的后果。但是，盈利倍数这种计算方法有时无法准确揭示公司的长期表现，所以，造成了股票定价失准，给投资者带来了机会。

股价失准的例子俯拾皆是。比如，诸多能源类和金融类股票在科技股泡沫时期不受欢迎，所以它们被削价出售，公司管理层见状便将股票购回。同时，市场还展现了另一番景象：由于网络股价值被高估，于是，网络公司大规模发行新股，大家都知道网络股最后落得个什么下场。

公司内部人士认为，**发行新股是市场对公司前景过度乐观的信号，此时便是投资者出售股票的良机。**从某种意义上说，公司通过发行新股，实际是在卖空自己的股票。



美国在线收购时代华纳算得上是科技股泡沫时代最大的卖空交易。为了达成并购，美国在线向市场发行了 2 000 亿美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的新股。

可能你会感慨公司内部人士慧眼独具，但当时很多人也都看出美国在线的股价估值过高（而时代华纳总裁杰里·莱文（Jerry Levin）却被蒙在鼓里，在他的撮合下，时代华纳与美国在线以互换股票实现合并）。正是由于市场结构与公司自身的原因，美国在线才敢担负起对冲基金都避之不及的风险。如果对冲基金卖空可能下跌的股票，而股价却不跌反升，这对对冲基金而言将是毁灭性的打击。而美国在线不存在此类风险，它仅仅是利用市场发行新股而已。要是美国在线的如意算盘打错了，只能怪自己时运不佳，也还不至于造成毁灭性的后果。我们都知道，美国在线的股票价值被高估了，但其管理层做出了正确的决策，在合适的时机狡猾地收购了时代华纳。这样，公司面临的卖空风险就比投资者的要小得多。美国金融协会会长杰里米·斯坦（Jeremy Stein）指出："其实，最恶劣的套利者是公司自己，它们利用市场时机主宰其股票交易。"

就算投资者避免卖空股票，它们又会遭遇另一个市场异象：动量效应。维尔梅伦说："动量效应对回购策略不利。股价被严重低估的公司将股票购回，在过去的半年里，其股价大幅缩水，它们的股票成了负动量的股票。"回购的投资者争相购买被低估的股票，相反，动量投资者竞相出售低估股票。结果，在公司发布回购公告后的一年里，回购投资者看不到任何异常收益。事实上，**回购投资是个长期策略，而人们仅仅是关注被低估股票的短期亏损。**

也许这能解释为什么多数投资者不追捧回购股票。其原因就在于回购股票的收益在短期看来不容乐观。要投资回购股票，投资者就必须相信公司的运营日后能够扭转败局，转亏为盈。然而，正是由于公司的运营出了问题，才会导致股价下跌，投资者还敢再相信公司的运营吗？回购投资策略需要的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是耐心，这也是对投资者的一个心理挑战。维尔梅伦评论道：

> 投资者缺乏耐心，看到短期收益，他们就会一拥而上。但是，回购投资策略需要你做一个长期投资者。出手求快的对冲基金投资者认为此策略索然无趣。回购投资只是买入并持有，的确不吸引人，但是它比积极的短期交易更见效。这就是为什么回购投资者为数不多的原因，也是这个异象长期存在的原因。

积极的一面是，正是出于同样的原因，我们很容易利用这个异象盈利。方法很简单，**就是买入并持有一系列被低估的回购股票，最多持有三年。**维尔梅伦表示，三年后，这个投资组合的收益可以超过市场风险调整收益，最多时可超过 50%。但是，你购买的股票必须是那些可能被低估的股票。维尔梅伦与他在欧洲工商管理学院的同事乌尔斯·派尔（Urs Peyer）共同创造了一种指数工具，用以测量回购股票被低估的可能性。他们说："从 1992—2004 年，每年年初，你都选出 50 只拥有最高低估指数的股票组成一个投资组合，3~4 年以后，你的投资将始终战胜标准普尔 500 指数。"回购投资策略还有一点好处，就是投资者不需要积极交易。由于它是个长期策略，所以，你不必为股票买卖来回奔波，你大可以气定神闲地构建投资组合，享受人内在的惰性，然后（幸运的话），庆祝自己的股票升值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章

抓住股市中的“丑小鸭”

基本说来，战胜市场的尝试是个零和游戏，所有投资组合经理的业绩都表现平平。换个角度来看，每笔交易都有两方参与，每次，总有一方是失败的。

价值投资法是指：投资价格被低估或是相当便宜的证券。其衡量标准是：市盈率低、股价与现金流比率低、股价与账面价值比率低。通常，这是些升值速度慢、行业冷清、不受关注的股票。换言之，**价值投资就是寻找被市场忽略了的股票，投资股市的“丑小鸭”。**价值定位和价值证明显示，与普通市场的投资组合相比，这类股票业绩优、风险低。价值投资法被证明是能够持续战胜市场的少数投资策略之一，其成功原因与人类行为和漏洞百出的金融体系密切相关。

价值投资是哥伦比亚商学院的两位教授本杰明·格雷厄姆和戴维·多德（David Dodd）首次正式提出的，他们曾在 1934 年合著《证券分析》（*Security Analysis*）一书。沃伦·巴菲特曾师从二人，并把他们的观点应用于实践。巴菲特在传授投资方法时，经常流露出价值投资法的理念。比如，1974 年，股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市触底，《福布斯》杂志访问他当时的感受，巴菲特的原话是："此刻是投资致富的最好时机。"而在科技股泡沫的顶峰时期，巴菲特饱受批评，因为他按兵不动，没有购入任何科技股。1999 年，面临疯狂的科技股投资热潮，他做出了回应：

> 没有投身这股热潮意味着我们错过了许多可能带来巨额收益的股票，不过没办法，我们无法辨别哪些股票能获得巨额收益。同时，这也意味着我们不会持有太多损失惨重的股票，从长期来看，这是有益的。牺牲可能的巨额回报，换取必然的回报，这样做我们心甘情愿。

同样出身于哥伦比亚商学院的布鲁斯·格林沃德（Bruce Greenwald）是现今最出名的价值投资理论家。他将价值投资称为"大获成功"的投资策略，因为它可获得 4% 的年均超额收益。他不是行为经济学家，但他却以行为学来解释价值定位的成功。

格林沃德对我说："进行积极投资时，你想问的第一个问题就是，自己凭什么成为交易中的胜方，价值投资为你提供了答案，它从数据上表明你之所以成为交易胜方的理由。这一点得益于行为金融学。"格林沃德分析了三个心理因素，有力地阐明了某些股票价格被低估的原因。

第一，如巴菲特所言，价值型股票通常回报率较低。它们的成功来自价值缓慢地成长，所以，不要希望靠它们一夜暴富，它们与彩票相去甚远。彩票人人都爱，尽管中奖率超低，但仍然在全世界盛行。价值型股票没有彩票或成长型股票那么大的诱惑力，加上它们升值的速度也很有限，所以，它们得不到市场的青睐，只好折价出售。

第二，许多行为学实验反复证明，人们是"厌恶损失"的。面对同样数量的收益和损失时，人们感到损失的数量更加令他们难以忍受。在人们眼中，价值股票不但保证不了大量收益，而且发行这类股票的公司仿佛时刻被阴云

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

笼罩，他们的股票似乎随时都有亏损的风险。格林沃德说："在投资者看来，便宜的股票是丑陋的，不祥的。投资者就像躲避瘟神一般抛掉这类股票。"

健康维护组织（HMO）的价值股票就是一个极佳的例子。它们也曾有过辉煌的金融业绩，也曾被视为先进的医保模式，受人追捧。健康维护组织最初由亨利·凯泽（Henry Kaiser）创办，其目的是整合医保服务，将医生、病人、医院纳入一个保健组织，既解决本公司雇员就医，又不增加太多的费用。凯泽认为，这样做可以让雇员健康、快乐。他还曾给修建胡佛水坝的工人提供过健康维护组织的服务。在当时看来，健康维护组织是非常成功的医保实验。而今，它却备受非议，人们认为它完全背离了医保的概念。迈克尔·摩尔（Michael Moore）的影片《医疗内幕》（*Sicko*）对其进行了强烈抨击。改革后的美国医疗体系可能在将来某一天会取缔健康维护组织。现状如此艰难，前途亦不明朗，它们的股票现已沦为价值型股票。

第三，人们过度自信。格林沃德认为，投资者对股票的走势过于自信，他们无论是觉得股价将上升还是下跌，都确信他们的预测必定会应验。我们会认为成长型股票将持续上涨，而价值型股票只会持续下跌。过度自信把事物的可能性当成了必然性。人们预感到股价要上扬时，会大幅买进；而对那些看似可能遇到麻烦的股票，人们唯恐避之而不及，仿佛麻烦已成事实，这就导致了这类股票价格下降。

自从20世纪30年代格雷厄姆和多德的《证券分析》出版以来，价值投资的成功已经延续了很多年。两位价值投资者，巴菲特和约翰·邓普顿（John Templeton）成功的故事已是家喻户晓。为什么没有人人都成为价值投资者？当然，原因有很多。便宜的价值股票调整到公平价值需要很长一段时间。正如我反复强调的那样，股市行情与投资行为崇尚的是雷厉风行，人们对价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和盈利也是狂热追求。巴菲特没有在科技股泡沫时期出手，所以没有遭受亏损，但同时，巴菲特也放弃了赚钱的机会，要知道，当时也有许多人通过购买网络股大发横财。

有一点需要提醒，**价值投资不会在市场严重下跌时奏效。**前 10 年价值投资的成功，很大程度上是托了私募基金经理的福，这些经理搜遍市场，大肆抢购被低估的股票。如今，信贷出了问题，私募基金的日子也不好过，这样的话，价值股票也就失去了以往坚实的支撑。尽管如此，大量研究还是接连证明了价值投资的有效性（价值投资不是指购买看起来很糟糕的股票，而是指通过正规的评估手段，衡量股票价格是否被低估）。**要想成为一个成功的价值投资者，你必须克服根深蒂固的直觉偏见和损失厌恶心理。**价值投资比“黑天鹅事件”更简单，更可预测。你要做的，就是寻找到一只被人忽视或遗弃的“丑小鸭”，然后等待它成长为一只美丽的白天鹅。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章

打出动量效应和价值投资的组合拳

1998年5月4日，《纽约时报》头版刊登了一则特别报道："实验室传佳音：新药根除老鼠肿瘤，重燃根治癌症希望。"本文记者吉娜·科拉塔（Gina Kolata）激动地声称："如果一切进展顺利，一年之内，将有望出现首位被治愈的癌症病人。两种新药正在研发之中，据称，它们能治愈任何类型的癌症，在老鼠身上实验后，没有产生明显的副作用，没有产生药物抗性。一些癌症研究人员称这是他们见过的最激动人心的癌症治疗方式。"

安翠梅德生物技术公司（EntreMed，Inc.）拥有这种神奇药物的开发权。这则新闻带来了轰动的效应，该公司股价飙升了500%，最高达到了每股85美元。《纽约时报》的这篇特别报道算不上是首发的独家新闻。在此之前，不少媒体已经对内皮抑素（Endostatin，该药的药名）的神奇功能做了报道。数月前，《自然》杂志就描述了内皮抑素使肿瘤缩小的潜在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

功能。《自然》杂志发表这篇文章后，安翠梅德公司的股价从12美元上涨到15美元。但由于《自然》杂志订阅量较低，文章没有引起股市的广泛关注，只有少数股票分析师挖掘到了这个新闻，所以股价上涨到15美元后便停步不前。最终把公司股价推到高位的是《纽约时报》头版的这篇特别报道。后来，《华尔街日报》披露，内皮抑素并不是癌症患者的福音，这使许多人大失所望。安翠梅德公司股价遭受重挫，跌至24.87美元，不过，这个价格仍比《自然》杂志报道前高了不少。

安翠梅德公司的浮沉表明，除了基本经济因素之外，股价还受到许多因素的影响，大众的关注度也至关重要。在此事例中，早有媒体报道了内皮抑素可能具有的神奇功效，但是没有得到广泛关注，最后，反应迟缓的《纽约时报》以头版头条的形式使消息广为传播，推动了股价上涨。安翠梅德公司的事例彰显了宣传的功效、炒作的威力。尽管主流经济学家宣称市场对消息的反应是即时的，但是，该事例却表明从消息逐步扩散到市场充分反应之间存在一个很大的时间差。另外，安翠梅德公司股价的上涨，也是市场动量效应的表现。

何为动量效应

在股市术语中，**动量是股票呈持续上涨或下降势头的一种现象**。简单地说就是，上升的股票持续上升，下降的股票持续下降。动量效应具有欺骗性，并且动量走势难以捉摸。动量效应只有在特定情况下才会发生，有时又戛然而止。安翠梅德公司股价的走势就是两涨一跌：从价格一路攀升到最终跌至谷底，这正反映了动量效应的不规则性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们尚不明确股价为什么会呈现出动量效应，但是，动量效应能为我们提供一个可获利的投资策略。一些研究发现，动量选股策略可以每月带来0.5%~1.5%的市场超额收益。

耶鲁管理学院的前金融教授、对冲基金经理欧文·拉蒙特（Owen Lamont）说："事实表明，股票会在短期内出现价格反转，之后6~12个月股价呈现正动量发展，然后，价格又反转。"换言之，拉蒙特的意思是出现动量效应的股票延续的不是直线走势，相反，它会波动前行，时上时下，在6~12个月的时间里达到价值顶峰。

"出现动量效应可能有若干原因，"拉蒙特接着说道，"很多原因都是由投资者的行为引起的。"虽然没人能够就动量效应的原因给出满意的解释，但是关于这个问题有三个基本说法。

> *动量仅仅是投资者对公司收益报告反应迟缓的表现；动量是市场消息传播缓慢的结果；投资者追逐收益，推高了股价。这三种解释互有重合。*

在拉蒙特看来，最合理的解释为：**股价变动是投资者对收益报告反应不足的结果。**这就解释了股价为什么会缓慢变化，而不是即时调整。比方说，IBM发布了一个振奋人心的收益报告，接着市场做出反应，但由于投资者内在的惰性导致股价没能及时、完全地反应利好消息，所以市场的反应并不充分。几个月后，IBM再次发布良好的收益报告，股价再次上涨，但这并不能完全反应IBM的实际业绩。此时，投资者后知后觉，一拥而上。股价最终调整到与公司实际业绩相当的水平。拉蒙特说："收益报告的发布总是让投资者措手不及，动量效应与投资者的反应不足是息息相关的。"

或者，多数投资者刚开始根本没有注意到公司的相关消息，直到消息登上了《纽约时报》头版后，投资者才幡然醒悟。信息的缓慢传播，致使投资者后知后觉（而非反应迟缓），这也可以解释动量效应发生的原因。安翠梅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德公司股价的变动就符合这一点：少数投资者从早期报道中了解到内皮抑素的功效，而《纽约时报》使这则消息广为人知，随着消息逐渐传播，公司股价也逐渐上升。

又或者，动量效应符合了“一顺百顺，一通百通”的道理。实际生活中，动量效应是司空见惯的现象。有些明星一炮而红之后，事业便越来越红火，乃至红得发紫。而有些人一旦倒霉，便处处碰壁，碰得鼻青脸肿。**投资者看到上涨的股票，觉得有利可图，便追逐收益，这就推高了股价，巩固了股价上升的势头。**投资者主观臆断股价以往的良好表现会延续到日后，这种做法哄抬了股价，使其超过了基本价值。

不管动量效应的起因是什么，它终究是可以帮助投资者战胜市场的少数办法之一。知道了股价的走势，就知道什么时候该买入，什么时候该卖空。要想使用动量策略，看准时机至关重要。

具体策略就是：投资者需要购买过去6个月左右业绩表现良好的股票（比方说，业绩前10%的股票），然后短期持有。拉蒙特建议道：**“股票以往6~12个月的表现是利用动量策略选股的标准指标，选出股票后，短暂持有1个月左右便可出手。”**

动量策略在牛市中比在熊市中管用；在12月比在1月管用。需要再次提醒注意的是，我们谈论的是个股的动量，而非整个市场的动量，市场的动量是难以洞察的。之所以出现“12月效应”，是因为精明的投资者出于税收考虑卖掉了亏损的股票，加剧了股票的下跌。总的来说，股市的周期性现象算不上什么新鲜事，但是，这种周期变动目前正在发生着变化，也有可能消失。多年来，股市内行人士一直对“1月效应”[①]津津乐道，事实上，“1月效应”的出现，并不是因为市场想要在新年来个开门红，而是因为投资者在12月时免除了税收损失，所以他们又把钱投进股市，由此推动了股价

---

① 1月效应，指每年1月份前几天（通常是15日）股市会出现股价大涨的局面。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上涨。但是，随着广大投资者逐渐了解了“1 月效应”，这个效应也快消失殆尽了。金融界里的事物就是这样，一旦尽人皆知，就丧失效用了。尽管如此，动量效应以及价值投资仍然有效。

动量效应与价值投资的组合

动量策略和价值投资策略似乎水火不容。价值投资策略是指购买你认为价格可能被低估的证券；而动量是指无论股票基本价值如何，上升的股价依旧会持续上升。价值投资者会刻意规避那些价格愈加偏离基本价值的动量股；而对动量投资者来说，这类股票是他们求之不得的。

价值投资和动量投资相去甚远，甚至相互抵触，但二者也并非没有融合的可能。两种方法可以同时应用吗?

克里夫·阿斯内斯（Cliff Asness）、托比亚斯·莫斯科维茨（Tobias Moskowitz）以及拉瑟·佩德森（Lasse Pedersen）就这个疑问展开了调查。阿斯内斯是 AQR 资产管理公司的创始人，公司总部位于康涅狄格州格林威治。莫斯科维茨和佩德森是金融学教授，此外，也是这家公司的咨询师。他们三人的研究揭示了动量投资和价值投资策略许多不为人知的事实。

一个最基本、最震惊的发现是，**动量投资和价值投资策略不仅仅对美国股市才应验，在其他领域，两种策略都能带来超额收益，包括国外股票、货币、大宗商品乃至政府证券。**其他许多资产类别也存在动量效应，这着实出乎每个人的意料。莫斯科维茨说：“动量效应和价值投资是非常重要的现象，我们将之放在全球范围内考察，结果，我们发现它们无处不在。”**他们不仅**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在全球范围内发现了动量效应，而且，他们还发现这些动量效应是相互关联的。

> 如果美国股市展现出强劲的动量，新兴国家的股市也会出现相同的现象。为什么会这样，原因不明。另外，动量效应起作用时，价值投资就失效，反之亦然。二者相互抵消的关系也解释了动量投资在日本股市不起作用的原因——价值投资在日本股市太成功了。在1月份的美国股市，动量投资策略往往以失败告终，而此时，价值投资策略却常常有不俗的表现。

莫斯科维茨补充说道："只观察单个市场，我们得不到那么多信息。当把目光投向全球经济时，你会发现更多的市场变数，这些变数与两点有关：一是全球宏观经济风险，二是流动性。"流动性指的是资产能够迅速变现的能力。流动性越高，似乎就对价值投资者越有利。

> 2008年，在信贷市场缺乏流动性时，价值投资法就不管用了。原因可能是在缺乏流动性时，投资者不容易得到现金购买被低估的股票，因而股价止不住下跌的颓势。宏观经济风险和经济衰退的威胁同样影响两种投资策略的成败。在经济衰退期，价值投资和动量投资策略都难以奏效，二者对经济的极度下行十分敏感。

我和拉瑟·佩德森在他纽约大学的办公室里会面，从他那里了解了关于这个研究及其实际应用的更多情况。此项研究得出的主要结论是，**投资者可以同时使用价值投资和动量投资策略，而两种策略不是非此即彼的关系。**但是这种新的结合起来的投资策略没有得到广泛的实际应用，甚至并未广为人知。在此研究之前，将动量投资与价值投资结合起来的想法非常不合逻辑，因为二者是相反的策略。

拉瑟·佩德森耐心地讲解道：**"方法其实很简单，购买价值被低估而价格呈现出上升动量的股票，或者卖空价值被高估而价格呈现出下降动量的股**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票。”简言之，投资者需要寻找的股票有两个特点：一是其目前股价偏离基本价值，二是存在动量推动股价回复到基本价值。

佩德森指出，这个价值-动量结合策略除了适用于股票外，同样也适用于债券和货币。他曾研究过价值很高（其价格被交易区间压低了）、上升动量也很强的货币的价格走势，结果发现，在价值与动量两个维度上得分都较高的货币最容易迅速增值。

我们作为对冲基金的外行人，如何将价值-动量策略用在自己的投资组合里呢？我向佩德森提出了这个疑问，他的回答是：**“将投资组合向股价便宜、同时又有上升势头的股票倾斜。”**还有，一定要分散投资各类股票，因为仅持有一两种证券不足以使该策略奏效。但是，大多数人无法得到专业的数据，也没有可供调遣的研究小组为我们分析哪些被低估的股票表现出了上升动量，那我们怎么可能选出合适的股票呢？佩德森提供了一个既简单又经济的办法：浏览雅虎财经网站。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第10章

有些直觉是可以相信的

前面几章，我们介绍了在他人听从直觉进行投资的情况下，自己如何反其道而行之，最终战胜市场。逆反投资的方法能够使投资者利用市场诸多异象，获得超额收益。市场异象是投资者获利的好机会，然而，有效市场理论却与之相悖。有效市场理论认为，市场异象是不存在的。

一般说来，不要在金融市场中听信直觉通常是正确的。投资者对股市的预测行为便是个经典的例子。绝大多数人做金融预测时完全是随意的：根据市场当前的表现为其未来的走势下定论。尽管这样做从心理上说得过去，但却不是明智的行为。股市未来的实际走向与多数投资者的预测往往背道而驰（需要注意的是，二者的负相关关系尚不足以令你采取违背投资者情绪的投资方式）。

然而，“理财勿信直觉”的观点也会遇到一些例外。这时，相信直觉就是最好的办法。**在预测市场波动时，我们的直觉，即便是毫无根据的预感，也会比深思熟虑更可靠。**

波动，即市场价格的起伏，随时可见，不是什么秘密。更有趣的是，短

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期市场波动是很容易预测的，不需要复杂的模型，凭直觉足矣。

直觉之所以能够准确地预测市场波动，是因为波动是持续的，而非变化无常的。如果市场今日出现波动，明日也会继续波动，和通货膨胀相似。

虽然你可以根据市场最新情况轻易地预测到瞬息波动，但可惜的是，你却无法从中获利。纽约大学经济学家斯蒂芬·菲格利夫斯基（Stephen Figlewski）解释道：“波动已经体现在期权定价中。”波动性高，期权价格就高，但光知道这点并不能产生任何收益。

长期波动是直觉难以预测的，它趋向于回归均值，但没有人知道具体会是什么时候。一些老练的交易者把波动当成一种资产类别，他们使用复杂的策略和纷繁的金融模型，进行长线或短线的波动交易。

“波动是一个数字，”曼彻斯特大学商学院的潘雪煌（Ser-Huang Poon）说，“有人避而远之，有人趋之若鹜。在流动的市场上，有需求就必然有供应。”这就像赌天气一样，交易者选定日后的天气并为之下注，波动交易与之相同。

波动交易的长线策略极为复杂，需要金融建模，还可能用到金融衍生品和期权。对于担忧即时股市波动的投资者而言，我们有更为简单的投资方法。如果你忍受不了市场大幅震荡导致情绪跌宕起伏的话，那就相信直觉，暂时静观其变。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分 03

无处不在的个人金融决策

在金融市场和其他需要量化的情况以外，直觉拥有不可估量的作用。人类在进化过程中之所以形成了直觉，是因为一些情况需要发挥直觉的作用。但切勿过分依赖直觉，当涉及个人重要决策时，务必三思而后行。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 11 章

直觉不是你的人身保镖

人必须听信本能，人身危险就是个经典的例子。比如说，雪崩。据说，登山向导能预感到什么时候可能发生雪崩。虽然他们掌握所有的雪崩报告资料，但是，一旦他们本能地觉得山上的雪情不对，不论雪崩报告如何，他们也不会上山滑雪。除了自然带来的人身危险外，来自他人的危险也是一样。假设你走在一条黑漆漆的巷道里，突然觉得焦虑不安，心惊胆战，这时，是你的直觉在告诉你：附近有潜在的危险。

马尔科姆·格拉德威尔写了一本书，名叫《决断 2 秒间》。书中通过比较眨眼之间做出的决策与经过缓慢思索做出的决策，论述了瞬间决断的神奇之处。书中用了很多故事证明快速决断的威力，比如，其中一个故事就讲述了盖蒂博物馆（Getty Museum）馆长玛丽恩·特鲁（Marion True）遭遇的一个难题。

玛丽恩·特鲁曾发现一个稀有的希腊雕像，这个雕像形态优美，超凡脱俗，堪称雕像中的极品。于是，她考虑是否将它买下来。然而，她又产生了怀疑，这个雕像会不会是赝品呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

玛丽恩没有听信自己的直觉，而是雇用了一位地质学家，通过电子显微镜和一系列高技术手段来分析这个雕像的质地。结果，这个雕像顺利地通过了层层测试。玛丽恩以及整个盖蒂博物馆决定花 1 000 万美元将它购买下来。

就在交易之前，博物馆召开了一个研讨会再次讨论是否购买该雕像。一批新的咨询师粗略地看了一下雕像，立即发现了问题。雕像实在是太新了，没有一点古代的痕迹。整个评审团顿时从直觉上就对它产生了抵触情绪。后来，经过进一步研究，证明评审团的直觉没有错，这个雕像果然是个赝品。最初被认为是客观的研究结果是错误的。直觉与瞬间决断比细致的研究更具鉴别真伪的能力。得知这个消息，玛丽恩几近崩溃，不得不叹服直觉的力量，作者格拉德威尔援引她的话说："我向来都认为科学的观点比审美判断更客观。现在我意识到了自己的错误。"

但有些时候细致的分析研究是必不可少的。《决断 2 秒间》出版之后，玛丽恩又因另一项决策成为了媒体的焦点。这位博物馆馆长学会了相信第一感觉的力量，相信不假思索的思维方式，但这时，她又遇到了新的问题：她在意大利被指控非法偷运失窃古董。具体地说，玛丽恩涉嫌勾结非法盗卖商，将失窃的意大利古董转卖给盖蒂博物馆。意大利的古董失窃案自 2005 年到现在就一直悬而未决。如果玛丽恩被判有罪的话，她将面临牢狱之灾。当然，现在还没有任何对她不利的证据。但盖蒂博物馆已经和玛丽恩划清了界限，不再雇用玛丽恩。她在洛杉矶的律师哈里·斯唐（Harry Stang）告诉我："她是无辜的，她会完全洗清对她的指控。"

在判断雕像真伪时，玛丽恩相信第一感觉也许没错，但判断古董是否合法却不是仅靠直觉就能办到的，眨眼间做出的判断不可能正确解读意大利的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法律。除了担心雕像外表的新旧，她和盖蒂博物馆也许更应该关注古董来源是否合法。公正地说，针对玛丽恩的各项指控其实是浑浊不堪的古董界的普通商业行为，而且，这也是玛丽恩曾积极试图整顿规范的领域。玛丽恩的心理误差在于，她过于依赖经验从而使用直觉解读意大利当局的法规，以及没能恰当地应对所面临的指控。

发生在玛丽恩身上的这件事告诫我们，切勿过分依赖直觉。

为了了解直觉到底能够多灵敏地感知人身危险，我与前美国特勤局特工约瑟夫·拉索萨（Joseph LaSorsa）谈论了他做特工的经验。1980 年，当罗纳德·里根竞选美国总统时，拉索萨曾是负责里根安全的安保分队中的一员。如今，拉索萨创立了一家安全咨询和调查公司，此外，他也教授“特级保护训练课程”，为全球范围内蓬勃发展的安保产业培养精英保镖。我与他的会面被安排在他位于南佛罗里达州的办公室里，那儿门窗紧闭，戒备森严，颇具安保风范。

拉索萨给我讲了一个扣人心弦的故事，说明他如何利用直觉进行安保工作。

> 一次，里根在新英格兰地区的会议大厅里会见一小部分经过筛选的支持者，拉索萨负责保护里根。拉索萨密切关注着屋里的每一个人，忽然，一个身穿毛皮大衣的年轻人引起了他的注意。这个年轻人双手紧紧地插在兜里，向里根靠近。他站在那里凝视着里根，嘴边泛着微笑，一会儿，微笑消失了，他双眼直勾勾地盯着这位总统候选人，神情凝重，而他的双手依然插在兜里。
>
> 拉索萨与另一位特勤人员交流了一番，决定介入。拉索萨给他来了个措手不及，他一把拽住了这个年轻人，把手伸进他的衣服口袋，捏了捏兜里的东西。结果，兜里的东西是一顶羊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 毛帽。虚惊一场，这个年轻人没有任何威胁。现在看来，拉索萨是否依然觉得自己在会议厅里所做的事是正确的呢？“当然是正确的，”他告诉我，“身为特勤人员，你必须相信所谓的第六感，相信自己预感有坏事发生的直觉。如果事件一触即发，你根本没有时间犹豫。”

在人身安全问题上，这种依靠直觉进行判断的方法只能起到部分作用。美国特勤局在为潜在危险人员做威胁评估时，遵循一套系统的分析程序。拉索萨在培训学生期间总会教给他们评估威胁的正规技巧。第一步，判定嫌疑人的犯罪记录和精神记录。第二步，私下向他的朋友和邻居了解他的情况。拉索萨说：“要是谁成天待在地下室里剥松鼠的皮，这就足够引起重视了。”

在获悉了嫌疑人的背景，并向他的邻居和家人了解了他最近的举动以后，安保专家的下一步工作就是查明嫌疑人是否持有武器。拉索萨通常是与嫌疑人正面交谈，目的是搞清楚他是否具备执行危险计划的条件。

我问拉索萨，整个过程中什么时候会用到直觉。他答道：

> 直觉不会全部派上用场。你将人划分成极度危险、一般危险和不危险三类。先对嫌疑人形成第一印象，然后通过直觉或是考证实证数据（比如他的既往历史）看这个印象是否正确。通常，我会使用实证研究的方法。

拉索萨瞬间推翻了我对直觉是预知人身危险的最好方式的粗略论断。我认为，毕竟，在长期的进化过程中，由于时刻面临他人的伤害，人类逐步形成了迅速预感外在危机的直觉。拉索萨人很不错，他尽力贴合我的结论，至少是调和他和我的结论。他同意一旦成为安保人员就必须相信直觉。但是，他还认为，在为美国总统或是南非名流部署安保工作时，特勤人员更需要依靠一套分析框架，包括诸多实证数据和精心策划的安保策略。

过度依赖分析也会带来麻烦。拉索萨告诉我：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

危险的衡量不是可以量化的，不然，美国特勤局早就使用量化危险的策略了。同样，第六感也没有太大的发挥空间。在很大程度上，你得依赖实证数据，以及你作为特勤人员的个人经验。

高级人士的保护工作和保镖职业似乎和投资有几分相似。二者都既需要迅速的判断，又需要复杂的思考。当然，后者的使用更加频繁。

车祸

众所周知，直觉判断稍有失误，就可能带来无法弥补的后果。投资决策便是如此，比如，决定何时退休；又比如，在玩 21 点时，决定何时加倍下注。现实生活中，撞车事故的危险有目共睹，如果在驾车时稍有判断失误，那么下半辈子的命运很可能就会彻底改变。

唐纳德·雷德迈尔（Donald Redelmeier）是多伦多新宁医院的内科医师，主治颅腔损伤、骨折、脏器破裂、内出血等内部创伤；此外，他也有认知心理学方面的背景，研究人们的判断失误。

他的一项早期研究发现，关节炎病人长期以来一致认为，他们的病痛是气候所导致的。可是，长期细致的医学研究发现，气候与关节炎之间并没有任何内在联系，关节炎患者把毫不相关的事物主观地联系在了一起。

无独有偶，投资者也习惯于把道听途说得来的消息与股市变幻之间建立起一种因果关系。雷德迈尔告诉他的病人，假如他们想靠举家搬迁到气候干燥的亚利桑那州来摆脱关节炎的困扰的话，那绝对只会大失所望。

眼下，雷德迈尔正在研究车祸的问题。他在外伤治疗领域有丰富的临床

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经验，而车祸正是造成外伤的主要原因；同时，他又对人们的判断失误很感兴趣，因此，以车祸为研究对象也便顺理成章。他告诉我：**"直觉判断错误和注意力分散是许多车祸的罪魁祸首。"**

举个简单的例子，人们常在高速公路上改道行驶，很多车祸都是因此造成的。改道其实是种直觉误判。司机改道行驶，无非是看到其他车道行驶得更快。但是，当陷入交通堵塞时，我们总会觉得自己的车道不如别人的车道走得快。怀有这样感觉的不仅是我们，其他任何司机的感觉也都一样。可事实上，这是种错觉，一种视觉错觉。雷德迈尔详细地向我讲解了他的研究：

> 我们的研究揭示了一种视觉错觉，当出现交通堵塞时，司机所在的车道看起来总比其他车道慢。尤其是交通极度堵塞时，这种视觉错觉显得更为突出。可人们并不知道，选择改道，其结果往往得不偿失。

交通流动状况和人对运动的感知使我们产生了这种错觉。行驶缓慢的汽车通常紧凑地挨在一起。当路况通畅，车辆行驶快速的时候，车辆间隙会比较大。假设你所行驶的车道突然变得拥堵，而别的车道仍然在顺利行驶，车辆间的空隙仍很宽阔。这时，不同车道上车距的差别欺骗了我们的感觉。从快车道上司机的角度来看，慢车道上的五六辆车行驶缓慢，挤在一堆。假设现在快车道速度减缓几秒，而慢车道提速，原本拥堵的车辆迅速拉开车距，一辆接着一辆疾驰而过，最初在快车道的司机发现自己一下子被六辆车一一赶超。

交通的流动似乎很不平衡。自己行驶的车道路况良好时，只能超过拥挤在一堆的车，而别的车道路况转好时，自己转眼便被六辆车齐齐超过，这种情况让人心理很不平衡，你总觉得自己在慢车道。

雷德迈尔说："这就意味着，司机每次驾车都是忧胜于喜，每次都觉得别的车道比自己的车道快。"这导致很多司机变换车道。车辆改道扰乱了两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

条车道的秩序：离开的车道和进入的车道。而且，司机在驾车时难免碰到盲点，**每一次改道都会将发生撞车事故的可能性提高3倍，而罪魁祸首正是我们错误的直觉。**

雷德迈尔又饶有兴致地研究了其他容易发生车祸的情况，比方说超级碗星期天（Super Bowl Sunday）。当天总免不了人员负伤的状况，在超级碗星期天驾车比在新年除夕驾车还要危险。

> 橄榄球比赛一结束，车祸发生率便陡然上升。虽然各地都会出现这种情况，可是车祸的分布却极不均匀。失利球队所属地区的撞车事故发生率通常要高于获胜球队归属地的发生率。
>
> 雷德迈尔解释道："晚上比赛结束之后，许多人放马后炮，对球队的表现品头论足。司机也被弄得心神不宁，没法专心驾车。"此外，酗酒也难逃其咎，很多球迷在支持的球队输球之后都习惯借酒消愁。然而，胜负双方所在地区之所以车祸发生率差异巨大，究其更深层次的原因，在于人们看待失利的方式。同金融决策一样，损失的痛苦远大于盈利的快乐，人们更计较失败，而不是成功。沉溺在失利的痛苦中，谁都无法专心驾车，失败的痛苦被无限放大，注意力就越发不能集中，最终酿成惨剧——车毁人亡。

一些公共政策有助于解决人们驾车时出现的认知问题（雷德迈尔表示，大选之夜的交通甚至比超级碗星期天更危险。他发现，尽管当晚的车祸发生率不因党派而呈现差别，但是，美国南方的男性因车祸遇难的风险普遍偏高）。改善交通执法是一个解决办法。**收到超速罚单的司机在接下来的数月之中发生撞车事故的概率会降低30%。**轻微的处罚能起到一点遏制作用，有利于规范司机的驾驶行为。然而，这种遏制作用持续时间不会太长。两三个月后，司机又变回老样子，照样不遵守交通规则。在北美，平均每个司机5年才收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到一张罚单。雷德迈尔说："人们认为应该增加电子眼或是光雷达这样的交通执法自动设备。真正的问题在于，交通执法的公关是一大败笔。"人们根本不买账。

以下是给那些担心出车祸的人提供的建议。

> 切勿一边驾车，一边打电话（边开车边吃东西都比打电话安全些，因为你可以狼吞虎咽地迅速解决战斗，虽说吃相有点不雅；而且，你可以吃一会儿，停一会儿，这不影响你更改车道）。还有，无论你身在哪里，是喜是忧，千万不要在超级碗星期天驾车。关键的关键是要避免情感过于激动和出现认知失误。

鉴于雷德迈尔在外伤治疗和司机心理方面拥有第一手经验，并且做过许多相关研究，我向他请教我们该如何在驾车时避免直觉失误。他的回答出乎我的意料。我原本以为他会提出违背直觉且相当复杂的建议，结果，雷德迈尔言简意赅地回答道：**"秘诀之一就是开车切勿着急。要是你想早 15 分钟到达，那就早 15 分钟出发。"**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 12 章

当心信用卡陷阱

以下这些针对信用卡发行商的尖锐批评来自于美国联邦储备委员会的网站。它们是美联储为鼓励大众发表评论而提供的范例。美联储提议改进《Z 条例》，即《诚信借贷法》，希望令信用卡使用条款更加明晰化。从人们提出的意见来看，消费者对该条例的明晰度颇有微词。《Z 条例》以损害消费者的利益为代价，其本身就是个笑话（光是名称就够蠢的）。美联储主席本·伯南克觉得有必要扭转信用卡业歪曲发展的势头，他说道："我们提议修改 Z 条例，是想让信用卡使用条款一目了然，这样，消费者便能够获悉关键信息，获得便利。"

赶紧约束一下这些"合法的高利贷者"吧！几年前，信用卡公司无端提高了信用卡利率，其他发卡商争相效仿，导致我不得不申请破产，信用扫地。我每月都及时还够了最低还款额，发卡商提高我的利率根本没有任何明显征兆。而恰恰在我申请破产之后，信用卡公司说服政府修改《破产法》，这不是把我逼上绝路吗！

罗恩·萨格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我每次都赶在到期还款日前还款，银行却总扣我滞纳金。经过查询，我的还款的存入日期比邮发日期要晚上几天。是美国邮政部门的邮递速度越变越慢呢，还是信用卡公司处理还款的速度越变越慢？

莎伦·雷纳

信用卡公司的人比阿尔·卡彭（Al Capone）①的手下还要恐怖。他们虽不会把你打得鼻青眼肿，却足以使你倾家荡产。他们折磨你的手段，就是让你面临巨额的债务而不堪重负。

赫尔曼·菲尔兹

信用卡发行商和消费者卷入了一场以消费者行为偏差为中心的"猫鼠游戏"。信用卡公司（至少一部分信用卡公司）试图利用消费者的心理缺陷和失误将消费者玩弄于股掌之间。好消息是，消费者能够学会改进自己的行为。而坏消息是，信用卡公司不会轻易善罢甘休，它们会绞尽脑汁想出各种招数对消费者死缠烂打。不过可别灰心：即便是最穷凶恶极的信用卡发行商，我们也有办法胜他一筹，因为行为经济学为消费者提供了许多与信用卡发行商斗法的理论和实际解决办法。

信用卡业务模式

美国消费者联合会（Consumers Union）是致力于维护消费者利益的非营利性机构。盖尔·希勒布兰德（Gail Hillebrand）是消费者联合会的高级律

① 阿尔·卡彭，意大利黑手党教父，以其强硬残忍的作风令其他黑帮闻风丧胆。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

师。她大力提倡废止信用卡业务中损害消费者利益的惯用伎俩。她认为，信用卡业务早已不是金融业的附带产品，它已经成为金融业的盈利先锋，因为信用卡业务比单纯的借贷业务要赚钱得多。从大多数信用卡协议的细则中，我们可以发现信用卡公司几乎不受约束，它们尽可以任意更改条款，迎合公司的需要。

希勒布兰德指出，信用卡公司所需要的，无非是提高费用和利率。即使信用卡发行商允许持卡人透支额度超过信用额度，但超额的部分必须要缴超额费。有些消费者为了及时还款而使用电话还款的方式，但银行也会对此收取很高的费用。同样，外汇兑换业务也要征收额外费用（除非受到集团诉讼的逼迫，否则发卡商是不会将这些条款公之于众的）。最饱受诟病的惩罚条款可能是"通用违约"：即使你及时还清了信用卡账单，但要是其他不相关账单的付款延误了的话，发卡商依然可以向你提高利率。

希勒布兰德说：**"令消费者长期深陷于债务之中，这就是他们的业务模式。我认为这种收费方式是利用了消费者的乐观心态。"**乐观心态是消费者的行为弱点：人们总会过分乐观地估计未来的财务状况，觉得日后再还款轻而易举，或者，人们对自己能够及时还款深信不疑，这就为遭到银行罚款埋下了伏笔。

最低还款额是发卡商针对消费者打的又一场心理战。人们在偿还最低还款额时，根本没有意识到如果一次还清可以为长期省下多少利息。最低还款额的利息被人为地定得很低，意图就在于令消费者深陷债务中无法自拔。希勒布兰德给我举了个例子。

> 假设你的信用卡产生了10 000美元的借款，如果每月只偿还最低还款额的话，你需要27年才能还清。而在此期间的利率是15%，除了偿清最初的借款，你还必须支付银行额外1 197美元的利息。更麻烦的是，如果信用卡产生了欠款，你将无法弃用这张信用卡或是启用新的信用卡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不过，这与抵押贷款放款人的策略相比简直是小巫见大巫。抵押贷款人瞄准一些银行设计的“选择性可调整利率贷款”（也称做“速配贷款”），允许借款人最初的月付款下降到低于贷款利息的程度。这种做法导致贷款买房的人误以为自己在偿清抵押贷款，可实际上，他们所拖欠的本金却一直在增长。

直觉判断与利率

最低还款额只是发卡商利用消费者直觉大做文章的其中一个例子。倘若只是难以按捺住刷卡的一时冲动，倒也好办，把卡剪成两半就能防止自己过度消费。但是，面对信用卡，我们的心理弱点还远远不止这些。发卡商还了解消费者一个致命的认知偏差——我们总是对“复利”视而不见。

达特茅斯学院的经济学家乔纳森·津曼（Jonathan Zinman）解释道：**“消费者在借款时都倾向于犯同一种错误：低估借款的真实代价。”**津曼的工作是研究消费者如何做金融决策，包括他们如何使用信用卡。他的研究表明，消费者使用支票和信用卡时吃了不少亏，而这些亏原本是可以避免的，比如被银行罚款，或是没有充分利用好所享有的借款和支付最低还款的权利。尽管有这么多不足，津曼仍然对信用卡赞赏有加：“信用卡是种了不起的产品，它在本质上是一种长期贷款，既简便又好用。”

人们在使用信用卡和银行贷款方面存在的问题不容忽视。我们是怎样低估借款的真实代价的呢？津曼说：“我们的直觉往往小看借款的代价与存款的收益。”这还不是银行瞒着我们收取的那些额外费用造成的，真正的罪魁祸首是利率，更准确的说是复利。津曼和维克托·斯坦戈（Victor Stango）发现，**消费者没有意识到复利的滚动速度有多快，以至于低估了投资的预期价值**。同样，他们还发现，一旦涉及月付款、本金、到期日等条件，人们往往

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就会低估所要支付的贷款利率。津曼举了个例子。

> 假设你要贷款 10 000 美元买一辆车，现在有两家银行可以向你提供贷款，一家银行要求你以年利率 8% 偿还贷款，另一家银行采用月付款的方式，要求你每月支付 299 美元，哪一种还贷方法更划算？光靠心算很难判断孰优孰劣。答案是，第二个选择非常拙劣，简直可谓拙劣至极。因为它实际上等于以 20% 的年利率偿还贷款，而许多人要是不仔细研究第一种选择的话，还以为选择第二种方法捡了大便宜呢。

津曼说：“人们似乎有某种认知缺陷，他们常常会低估复利滚动的速度。”斯坦戈和津曼将此称为“模糊数学”，并将之与认知心理学上对“指数增长偏见”的深入研究相提并论。指数增长偏见是指我们的直觉思维在复利之类的指数函数面前茫然无措。**我们使用直觉计算复利往往力不从心，草率地推断个收支盈亏就算完事，于是小觑了复利的可怕程度。**难怪我们会被汽车贷款、房屋净值贷款、次级贷款产品，以及信用卡分期付款等表面上看似实惠的金融产品所蛊惑。

隐藏费用：做信用卡游戏的赢家

长期深陷债务泥沼或是被收取莫名其妙的费用让许多消费者备感厌倦，于是，很多人开始关注信用卡业务的运行方式。一些人使用信用卡时如履薄冰，生怕越雷池半步；一些人则因欠债过多干脆弃用信用卡。对我们大多数人而言，时不时产生的滞纳金给人带来的烦恼，要远远大于信用卡所提供的便利。但是，只要了解信用卡公司针对消费者使用了哪种行为战术，那么在它们设定的游戏规则中更胜一筹就不是没有可能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纽约大学的泽维尔·加贝克斯（Xavier Gabaix）和哈佛大学的大卫·莱布森（David Laibson）两位行为经济学家深入研究了多种产品的隐藏费用和其他成本。他们把隐藏的附加费用叫做“隐形费”。其实，在许多种附加隐形费的商品中，信用卡只是其中之一。更有代表性的商品是电脑打印机。

> 表面上看，新打印机的价格非常便宜，但贵就贵在打印墨水上。打印机只是引诱消费者上钩的诱饵，商家真正营销的商品其实是墨盒。你是否想起了惠普公司呢？应该是的！2004年，惠普公司30%的收益来自于它的“打印和制图工具”。但是，要是有消费者不受惠普的引诱而购买其他公司的同类墨盒，又会遇到另一个问题：别的墨盒可能不如惠普原装的好用。《消费者报告》在检测同类墨盒之后得出结论：“与名牌墨盒相比，一般墨盒能够打印的图片较少，购买这样的墨盒不大划算。另外，无论是在打印质量还是在抗褪色性上，一般墨盒通常都不如原装墨盒。”

航空旅行也涉及许多隐形费用。

> 假设有两家航空公司可供你选择，其中一家航空公司的机票较为便宜，殊不知，在便宜机票的背后隐藏了一个条件——航空公司不为购买此机票的旅客托运行李或是提供午餐。航空公司对老化飞机的延期维修也是消费者毫不知情的领域。消费者在网上购买机票时，根本无从知晓飞机是否得到了及时维修，所知道的，仅仅只有飞机票价和时刻表。而时刻表也有不为人知的内幕。记录飞机航行状况的网站航班统计网站Flightstats.com在2007年提供的数据显示，纽约至洛杉矶航线只有74%的航班准时抵达。与30年前相比，航班预定飞行时间平均延长了44分钟。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

航空公司可能会制定某些条款限制消费者规避隐形费，比如，不准乘客自带食品，只能购买飞机提供的午餐；或者，他们会收取隐藏的附加费。加贝克斯与莱布森把研究的重点主要放在了后者上。

> 假如有两台打印机，一台打印机超级便宜，但是包含隐藏费用；另一台打印机稍微贵点，但公司定价公道，甚至可能长期提供便宜的墨水。最终，你还是选择了第一台比较便宜的打印机。发觉上当受骗后，你才意识到自己当时有多天真。吃一堑，长一智。不但如此，你还学会了怎样使用墨盒才更省墨水，更省钱。这时，是时候换一个新的打印机了。此时的你经验丰富了许多，你还会去买那种廉价的山寨打印机吗？合乎事理的答案是：你还会去买。

加贝克斯与莱布森写道：**“货比三家的消费者更容易走回头路，再次购买劣质便宜货。”**他们在购买便宜货时更为谨慎，得了便宜就溜，避免了公司所设下的种种隐藏费用陷阱。

加贝克斯与莱布森建议，**一个明智的持卡人应该看重信用卡的便利性，看它是否提供浮动款或是飞机里程奖励，要尤为警惕利息收费和滞纳金的产生。**发卡商巴不得你出点差错，例如在初始固定利率结束后，你仍然照原来的利率还款。当然，最精打细算的消费者也难免有吃亏的时候，可能是因为他们过于自信而一时疏忽，也有可能是因为他们虽了解利率却不了解自己的心理，导致低估了自身的惰性。话说回来，对精明而自制的消费者而言，再次购买包含隐藏费用的便宜货有它的道理，因为一旦知道了其中的猫腻，就有法子绕道而行，躲开隐藏费用。因此，精明的消费者都会选择那些在初始固定利率或飞机里程奖励方面更为优惠的信用卡。

在这种行为背后隐藏的经济原理其实是，懵懂的消费者在为精明的消费者埋单。持卡人掉进了初始固定利率和滞纳金的圈套后，就不得不缴纳高昂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的各项费用。这样，狡猾的发卡商痛宰送上门的肥肉，精明的消费者也找到了替罪羊。

面对形形色色的信用卡和纷繁复杂的使用条款，要想搞个清楚明白确实要费一番大功夫，不过，对多数人而言，这么做是值得的。

我有一位纽约朋友，他每年夏天都到瑞士的一个私人岛屿上度假。而在冬天，他会耐心地积攒各种信用卡提供的飞机里程奖励，里程使用完后就立即扔弃信用卡。由于他只搭乘头等舱，这就意味着他会把手头所有的卡都用个遍。我问他为什么一定要大费周章地积攒里程搭乘头等舱，他说，归根到底还是经济在作祟。他引用了格雷厄姆·格林（Graham Greene）的话，他表示，单靠其提供的美酒就值得乘客选乘头等舱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 13 章

社会保障金中的秘密

我们一生中所要做的最重要的金融决策，可能就是选择领取社会保障金的年龄。然而，大多数时候，我们的决策草率仓促，以致结果往往不尽如人意。

在做出决策前，你必须对一些规则了然于心。在多数退休美国人的月消费中，社会保障金所占的比重超过了 40%。当前，62~70 岁的公民都能申请社会保障金，而越晚申请，可获得的保障金就越高。每推迟一年申请，得到的社会保障金大约能增加 7%。推迟 4 年申请的话，你每次得到的社会保障金就能提高 1/3。所以，你必须再三衡量，是提早申请，还是放长线钓大鱼。

多数经济模型显示，推迟领取社会保障金是确保老有所依的最好办法。社会保障确有不足与弊端，但它也有不少令人称道的特点。

首先，它的计算是相当公平的。社会保障金的计算扣除了通货膨胀因素，这是其他投资难以办到的。通货膨胀会侵蚀你的债券和其他年金，只有社会保障金能免遭其害。此外，还有一点很重要，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

社会保障提供遗属津贴。如果妻子（或丈夫）的收入不及已故配偶，那她（他）便有权每月提取原属于已故配偶的社会保障金。

现实中，多数人的决策是尽快领取社会保障金。半数男性申请社会保障金的年龄是 62~63 岁。许多人申请社会保障金是迫不得已，要么因为急需用钱，要么因为身体状况不佳，等不了那么久。也有人担心社会保障体系难以长久维持，毕竟其经济基础并不稳固。

男性社会保障金申请年龄的金融决策大多无可指摘。申请得早的人长期领取低额社会保障金，而申请得晚的人领取高额社会保障金的时间也很有限。社会保障政策在制定之初就考虑到了这些问题。社会保障金支付数额的变化也反映了风险的变化，其中的一个风险便是，男人的寿命往往短于他们的妻子。

问题实际出在妻子一方。**早日申请社会保障金也许对男人有利，但就遗属津贴而言，这么做将给他们的伴侣带来不良的影响。**由于丈夫过早申请社会保障金，在他逝世后，妻子不得不依靠低额的社会保障金度过余生。假设一位丈夫申请社会保障金的年龄是 66 岁，而另一位丈夫是 62 岁，这两人过世之后，前者的妻子能领取的社会保障遗属津贴要比后者的妻子领取的津贴高出 1/3。由此看来，丈夫申请社会保障金的早晚对妻子晚年的经济来源影响巨大。波士顿大学退休研究中心（Boston College Center for Retirement Research）的分析报告显示，由于许多老年丧偶的女性收入普遍偏低，已婚男性申请社会保障金过早已经成为一个重大的社会问题。退休研究中心的史蒂文·萨斯（Steven Sass）说：

老实说，已婚男性的行为简直不可理喻。很多时候，过早申请社会保障金只是个仓促的决定，我想很多人根本就没有考虑它的后果。比如说，在你五六十岁时公司突然换了老板，他让你感到难以忍受，或者你度假归来，突然发现自己非常厌倦现在的工作。要是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些状况发生在你四五十岁时，你还可以找新的工作，但现在你已临近退休年龄，于是你决定提前退休，并开始领取社会保障金。

已婚男性是没有意识到遗属津贴的作用呢，还是他们根本就不以为然呢？我们尚不清楚。不过有一点很明显，他们在决定何时申请社会保障金的问题上缺乏深入考虑，最多不过粗略掂量了一下利弊，多数决定非常仓促。眼前的钱感觉上总比日后的钱更有诱惑力，而且只是苦苦等待社会保障金升值似乎有很大的风险——万一哪天不幸去世可就什么也捞不着了。所以，人们甘愿放弃这种确保金融安全的谨慎方式，将自己与配偶数年后的需求置之脑后。这么做也是一种普遍的社会习惯。多数人一退休就立即申请社会保障金，似乎非此不可，殊不知还可以等待它逐步升值。也许，政府与其推行禁止饮酒或是禁止婚前性行为的公共政策，还不如提倡推迟申请社会保障金，帮已婚妇女一个大忙。

所以，申请社会保障金前，事先考虑下遗属津贴的生效时间至关重要。这需要使用到退休计算器，退休计算器有上千种之多，可惜的是，所有的退休计算器本身都不包含遗属津贴的运算。比方说，比较容易上手的社会保险计算器，由于它本身不包含遗属津贴计算，你必须自己先算好一笔账，然后再决定什么时候申请社会保障金对自己或是配偶最有利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 14 章

这些要“命”的决策

40多岁的货车司机理查德呼吸短促，汗流不止，头疼难忍。他清楚，这是心脏病的症状，自己从前也曾出现过这样的状况，于是，他急忙赶赴最近的急诊室。急诊室位于密歇根州杰克逊市的富特医院（Foote Hospital）。理查德总与医院打交道，因为除了心脏病外，他还患有高血压，并处于中风后的康复阶段。

当时，在场的急救科医生是柯尔斯顿·恩格尔（Kirsten Engel），她正从事一项医学研究。她对当晚理查德的情况做了如下描述（我酌情对细节进行了一些修改）：

> 我面前的病人是一位40多岁的男子，病史包括控制不善的高血压、心脏病和中风。初步诊断，他是突发高血压。据我判断，应该可以排除颅内出血、心肌梗塞以及主动脉夹层分离等并发症。完成病史研究和体检后，我向病人阐述了自己的看法和鉴别诊断结果，说明他需要服用降血压药，照X光，进行CT检查，验血，最后再

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决定是否需要住院治疗。我建议他做胸透，以便排除心脏大血管破裂的可能性。

柯尔斯顿医生让一位护士在床边陪着理查德，之后便离开去处理另外的急救。当她再次回到理查德的病房时，病房里乱作一团。原来，理查德误解了医生的意思，以为让他去做胸透是由于自己的心脏几近破裂。安抚好病人后，柯尔斯顿医生询问护士理查德的血压情况。护士没好气地说："你一直说他的病有多严重，弄得他马上就快死了似的，我还怎么稳定他的血压啊！"

这时的柯尔斯顿才醒悟过来，明白了为什么理查德会把她的临床评估当成了死亡宣判。那晚，她写道："很不幸，我的话适得其反，使他更加恐慌与焦虑。"最终，她好不容易打消了病人的疑虑，使他镇定了下来。理查德确实患有严重的心脏病，不过还不至于心脏破裂。在接受住院治疗后，理查德转危为安。

在医院里，像理查德这样在极度紧张状况下误解医师的话的例子屡见不鲜。柯尔斯顿和很多临床医师一样，多次碰到类似情况，同时，他们还发现这也会影响病人的决策。柯尔斯顿举了一个相当典型的例子。

有一个老人患了中风，柯尔斯顿向他的妻子征求意见，看她是否同意使用溶栓剂或血栓疏通药，这种药对缓解中风有显著疗效，可同时伴随着较大的风险。这位妻子原本是个沉着善谈的美国中西部家庭主妇，听到医生这番话后，她顿时一片茫然，不知所措。柯尔斯顿回忆道："在得知丈夫危在旦夕后，她浑身颤栗，举棋不定，无法给我们一个准确的答复。"后来，幸亏身处急诊室的丈夫病情好转，溶栓剂最终也没用上。

病人产生的类似反应引起了柯尔斯顿的关注和兴趣，她开始系统地研究病人对急诊部医疗的理解。研究表明，仅有22%的病人与医疗组配合默契，他们能够理解病情诊断结果、急诊医疗、急诊后治疗和出院医嘱。急诊部的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

病人为何容易误解医生的指示其原因不难知晓。他们病症突发，身心本已饱受打击，医生再给他们谈上一番深奥难懂的医学术语，进一步把他们推向绝望。我们不知道为什么医务工作者时至今日才了解这种情况。更不幸的是，多数病人自己并没有意识到这一点。柯尔斯顿的研究发现，大多数病人没有意识到自己对出院医嘱了解不足，反而都自以为完全理解了医生的嘱咐。

患者难解病情或是在极度紧张的状况下误解医嘱最初并没有受到重视。过去，几乎没人过问病人是否理解了医生的话，相比之下，现在的情况稍有改观。

> 以癌症为例，20 世纪 60 年代以前，要是哪位病人患了癌症，医生通常避而不谈，或者只是指着 X 光片委婉地说："你的肺部有块模糊的图像。"此后，消费者运动和患者权利运动全面展开，呼吁患者应得到更多的知情权，尽管如此，医生仍然在很多医疗决策上占有绝对的主导地位。对乳腺癌患者，是实施乳房全部切除手术还是局部肿瘤切除手术？对前列腺癌患者，是实施放射疗法还是外科手术？以往，这些都是医生说了算。如今，至少从理论上说，医生会向病人阐明不同疗法的好处及副作用，让患者自己权衡利弊。

此次患者权利运动呼唤"参与式决策"，强调"顾及偏好决策"，这是指，当必须在几种医疗方式中做出选择时，最终的决策由患者的偏好决定，此时的决策并不一定注重存活率。有时，使用某种疗法虽能延长患者寿命，但患者必须忍受它带来的痛苦，这需要患者本人做出抉择。比方说，乳腺癌的疗法包括乳房全部切除手术、局部切除手术和放射疗法。此时，患者对是否保留乳房的偏好，就是决定最终疗法的关键因素。

密歇根大学的医学与心理学教授彼特·乌贝尔（Peter Ubel）表示："患者得到更多的知情权，他们的偏好得到重视，这很好。但我们仍需要明白，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

患者容易受到外界因素的影响，因此，我们应该全面考虑到患者决策失误的可能性。”乌贝尔是参与式决策新兴领域的带头人，也是批评者。他曾出书阐述过患者决策深受框架效应影响的许多研究。例如，当医生向病人说明服用某种药物的利弊时，先说风险还是先说好处，会极大地影响患者的最终选择。乌贝说道：“做到决策中立是不可能的。”

金融决策中出现的基本计算偏差在患者的医疗决策上也有所展现。病人在疾病风险和概率的评估方面臭名昭著，尤其是那些媒体广为谈论的致命疾病。

一般女性认为自己患乳腺癌的概率是40%，可实际女性患乳腺癌的概率不过13%；同样，男性也会高估自己患前列腺癌的概率。有时，一些道听途说或是名人患上绝症的新闻也会影响人们的医疗决策。美国前第一夫人南希·里根进行乳房切除手术后，美国（尤其是中西部）女性的乳房切除手术率陡然上升。女主播凯蒂·库里克（Katie Couric）进行结肠镜检查之后，接受结肠镜检查的人数也大幅增加。

即便医生在向患者阐述病情和疗法时力求客观中立，但患者还是可能茫然失措。乌贝尔说：“我想，当医生告诉病人：‘你患了癌症。不治疗的话，你可以活5年。你也可以选择手术或是放射治疗，你打算怎么办？’这时的病人听到的肯定只是‘你患了癌症……癌症’。”乌贝尔和柯尔斯顿共同进行了急诊研究，发现急诊病人不但不了解实情，而且根本意识不到自己并不知情。

乌贝尔认为，最理想的情况是，医生先将疗法和相关数据信息呈现给患者，待患者冷静下来以后，医生再约见患者，征求他的意见。任何关键的决策都必须等到患者平静下来之后再实行。乌贝尔说：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

突然得知自己患了癌症，任何病人都来不及冷静考虑如何决策。

所以，医生首先应该帮助患者冷静应对突如其来的癌症噩耗。

而现实中，患者多次约见医生无疑是一种奢求，因此也就难以冷静地做出治疗决策。

约见医生时，你可以采取一些措施，比如邀人共往，或是干脆带一个录音机，录下医生的话。乌贝尔说："事实上，你越恐惧，就越难理解医生的意思，自然做不好决策。"所以，见医生时带上亲朋好友，可以尽量避免误读医生的意思。

不过，千万要确保随行的亲朋好友是处事冷静的人。耶鲁大学专门研究患者决策的医疗经济学家马克·施莱辛格（Mark Schlesinger）指出，家人有时比患者本人更易激动，危在旦夕的病人经过一番思想挣扎后最终做出的正确决策很容易被过于激动的亲人否决掉。

施莱辛格指出，改善医疗自主决策还有一个策略，这也是真正行之有效的策略，就是寻找一个支援团。他说："大量的相关医疗信息掌握在有同样病症的患者手中。"**面临医疗抉择的患者可以请教"过来人"，就算他之前做的决策是错误的（也可能是因为没有完全理解医生的意思），但是他的经历对你仍然有借鉴作用，让你提前知道决策的结果。**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 15 章

让专家帮你选择医疗保险

选择医疗保险计划是一件非常棘手的任务，它涉及的风险很高，做出合适的选择非要花费一番大功夫不可。而且，医疗保险计划不是我们经常能够接触到的，最多一年一次，我们也不可能完全了解各项计划所涵盖的医疗项目。健康拖累、金钱掣肘，加上对医保计划知之甚少，最终，我们选择的医保计划不但可能让我们不满意，更有可能给我们带来烦恼。面对这般窘境，多数人干脆退避三舍，不做任何选择；也有人跟着直觉走，不久便穷途末路。

我们这种放任自流的倾向，不仅体现在医保计划的选择中，也体现在很多金融决策上，这给我们带来了很多麻烦。这也说明我们不是高效的消费者，因为我们的选择不符合自己的最大利益；与此同时，我们还让保险行业钻了空子，它们针对消费者的缺陷制定相应的计划，不断满足自身的经济利益。

医疗保险 D 部分（Medicare Part D，又称医疗保险处方药计划）可以说明医疗保险计划的选择是多么艰难。在美国，医保计划多达 1 800 多种。从各个州来看，医保计划最少的州是阿拉斯加州，有 45 种，最多的州是宾夕

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法尼亚州，共61种。一般而言，参保人至少需要5种处方药物，这样算来，参保人要考虑的开支和医保计划覆盖面等因素还要复杂得多。

美国政府也明白医疗保险处方药计划肯定让许多参保人迷惑不解，于是，政府大张旗鼓地举行了一场说明活动，试图用最简单易懂的语言向人们解释医疗保险处方药计划，这次活动的标题为：美国人民，拉把椅子坐下来，听听我们带来的喜讯吧！

我还真拉了把椅子坐下来，阅读相关网页的介绍，看他们如何简要叙述选择医疗保险处方药计划的方法。网页上说，选好医保处方药计划需要四个步骤。会是什么步骤呢？我顿时有种不详的预感。因为宣传手册上有改良的版本，宣扬做好医保决策有12个步骤，不过只适用于联邦医疗保险计划。第一个步骤：开始行动。一开头，这部分的语言还很简单平实，没多久就有变得晦涩难懂了：

> 多数选择医疗保险计划为药物埋单的人通过以下5种方式选择医保计划：原有医保计划，或者原有医保计划搭配不涵盖药费保险的补充性医保计划，包含药费保险的新医保可以覆盖药物的一半花销，并且可以通过升级来增大医保覆盖范围；原有医保计划搭配不涵盖药费保险的补充性医保计划，涵盖药费保险的新医保覆盖更广泛，花销更低廉；联邦医疗保险优良计划（比如健康维护组织和优选治疗组织）或者其他医疗保健计划，覆盖了药物费用和额外优惠……

够晦涩难懂吧？第二个步骤：鉴别孰轻孰重，审阅计划选项。这也让人摸不着头脑：

> 医保计划可供选择的项目众多，你可以根据喜好进行选择。通过独立的处方药计划，你可以把药费保险添加进传统的医保计划之

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中。通过联邦医疗保险优良计划，你也可以获得药费保险与其他医疗保险，比如健康维护组织和优选治疗组织，由于建立起了一整套医生与医院的系统网络，它们提供的优惠更多，需要缴纳的费用也更低廉。

以上两个步骤只是进入正题前的介绍（第三、四个步骤才开始谈到究竟如何选择医保计划），读到这里我就已经一头雾水了，不得不查阅别的网站寻求帮助。这个活动虽然试图深入简出地介绍医疗保险处方药计划，但不得不说它失败了。这不是我一家之言，美国政府审计署在国会听证会上也得出了相似的结论。哈佛经济学家理查德·弗兰克（Richard Frank）与约瑟夫·纽豪斯（Joseph Newhouse）在审计署的调查结果基础上进一步阐述：“由于给出的说明过于复杂，令人费解，不仅令很多原想参保的人望而却步，而且还可能导致参保人误入歧途，选择不恰当的医保计划。”

理查德·弗兰克专门研究精神健康治疗中的经济学，而且，他对医保选择也颇有兴趣，他曾帮助自己的母亲选择医疗保险处方药计划。在弗兰克的帮助下，他的母亲仅用3个小时就完成了甄选。面对45个选择，她最初打算干脆直接选一个听说过的医保计划，而这项计划恰恰没有覆盖她的药物费用。最终，她还是选到了一份覆盖广、花费小的医保计划。一年后，她最初打算选择的计划碰到了问题，被承包方取消。弗兰克向我解释道：

人们在进行医保选择时，会受到惰性的影响，他们不愿主动甄别，选好后也绝对不会更改。这种情况在医疗保险处方药计划中很常见。

我们的惰性给保险公司创造了巨大的机会。他们可以任意提高价格，因为他们知道人们不愿主动变更医保计划，不愿再次面对复杂费解的医保选择。**保险公司要做的就是引诱我们参保，这点和信用卡公司利用低利率吸引消费**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者如出一辙，一旦人们上钩，它们立即提高利率。然而，医疗保险比信用卡还要复杂百倍。弗兰克说："承包方一了解到市场上这种形势，便立即采取了相应措施，他们敢于提高价格，因为他们知道这么做没有风险。"

保险公司通过展现诸多选项迷惑我们，利用我们的心理惰性提高自身的经济利益。这方面的研究在誉为"医保自由市场天堂"的瑞士进行得最为深入。瑞士的医保市场竞争极度激烈，人们有绝对的权利选择承包方，不受自己雇主的限制。选择权更多产生的结果正如弗兰克与他的同事所发现的那样："人们面临的选择越多，就越不愿意变更选好的计划。"于是，我们看到了相似的医保计划价格相去甚远的情况，其原因是一些计划的价格陡然提升。这种情况令公共政策专家颇为担忧，弗兰克说：

> 问题是，保险公司该怎么做才合适？是赤裸裸地剥削消费者，使他们陷于孤立无援的境地？还是敷衍地提供一丁点儿关于医疗保险的信息？又或是像他们的雇主一样，提前对医保计划进行一番精心筛选和讨价还价？

有鉴于此，消费者应该寻求保险经纪人的帮助。当然，**只要你愿意在甄选医保计划上花费大量的时间，你也可以靠自己完成医保计划选择；否则，还是把这项费时费力的工作交给该领域的专业人士吧。**在评估或变更计划方面，保险经纪人不会像消费者那样徘徊不前。美国一些州取消了保险经纪人，然而，一些理财顾问也能提供非常宝贵的意见。在瑞士，选择使用保险经纪人的参保人其投保花费都降低了不少，这一点最能说明寻求保险经纪人帮助的好处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四部分 04

其实这也是一种投资

直觉和武断不仅让我们在投资上误入迷途，在其他赌博形式上，比如赌马，它们也会带来很多麻烦。我们难以忍受损失的痛苦，所以，即便已经处于劣势，但为了扭转败局，我们仍然愿意铤而走险，而这，只会让我们越陷越深，难以自拔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 16 章

那些视而不见的错误

人脑有两套决策系统，缓慢的分析系统与迅速的直觉系统，尽管如此，在生活中，我们的多数决策还是被后者所主宰，金融决策亦不例外。既然人们 90% 的决断都依赖于直觉，那就有必要深入研究一下直觉是如何工作的。请看琳达的例子。

琳达 31 岁，单身，聪敏，为人直率。她主修哲学。在学生时代，她热心关注社会公平，强烈反对社会歧视，同时，她还数次参加过反对核武器的示威游行。

下列描述哪一种更可能?

1. 琳达是位银行出纳员。

2. 琳达是位银行出纳员，并积极参与女权主义运动。

85% 的答题者选择了第二个描述：琳达是位银行出纳员，并积极参与女权主义运动。但是，从可能性的角度来说，琳达作为女权主义者只是她作为银行出纳员的子集，在所有的银行出纳员中，可能碰巧有些人是女权主义者。琳达是银行出纳员

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的可能性，要大于她同时是出纳员和女权主义者的可能性。因为“琳达是出纳员”的描述没有把她是女权主义者的可能排除在外。

这个问题其实是个心理推测测试，很有难度，甚至极具争议。原版的测试题更加困难，为了隐藏测试的主要目的，问题中添加了许多迷惑选项。科学家斯蒂芬·杰·古尔德（Stephen Jay Gould）在听了正确答案的讲解后，仍然心存疑虑：“我明白正确答案的意思，但是脑中一直有个小矮人上蹿下跳，朝我喊道：‘她不可能仅仅是位出纳员，再读读题干吧！’”

我认为，之所以琳达这道题颇有难度，是因为通常人们在评价一个人时，都是凭借对这个人的短暂印象而直觉地做出判断。这也无可厚非。

小说家寥寥数语便能塑造一个人物，无须赘述人物的每个细节。歌手琳达·朗丝黛（Linda Ronstadt）唱道：“你不好，你不好，宝贝，你不好。”我们不知道歌词里的宝贝是谁，更不知道他为什么不好，但这不成问题。与其给我们赘述繁冗枯燥的细节，还不如就这般简单明了，让人知道就行。

琳达测试题要求我们对琳达进行一番细致的评价，于是，我们必须动用分析思维，避免使用习惯的直觉判断。我们不习惯于运用缓慢的分析决策系统来评价人，这样做感觉很不熟悉，很不自然，容易使思维陷入混乱。我们承认正确的答案，却仍不忍放弃直觉给出的答案，即便它是错的。

琳达测试题最初是心理学家丹尼尔·卡尼曼和阿莫斯·特维斯基（Amos Tversky）设计的。这两位以色列心理学家对直觉心理很感兴趣，尤其是对直觉如何处理统计信息并做出决策。他们对直觉判断及选择的研究最终让他们获得了诺贝尔奖，并为行为经济学奠定了基础。2002 年，卡尼曼在诺贝尔奖颁奖演讲时，做了一番回顾（特维斯基因患黑素瘤于 1996 年辞世，因此诺贝尔奖仅授予卡尼曼一人）。他讲道：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们的第一篇合作论文以统计学专业研究人员为对象，研究他们统计判断的系统误差。结果发现，这些专家的直觉判断与他们烂熟于心的统计原理不符合。通过对我们自己以及同事的调查，我们发现，统计直觉与统计知识出现了顽固的差异，这给我们留下了深刻的印象。

他们的实验研究了人们对数字与概率的思维偏见。与期待的相反，人们不会做出理性的决策。在复杂问题面前，我们通常依赖**启发法**（也被称为直观推测法），或是经验法则。琳达测试题就涉及代表性启发法。琳达不大符合银行出纳员的标准形象，而更像是位带有女权主义色彩的出纳员，所以，我们匆匆下了论断——一个从概率上讲是错误的论断。**在需要快速做出抉择时，我们的判断总是受到启发法的支配。**

卡尼曼与特维斯基最初发现了 3 种启发法，随后又将之细分成 10 种左右。他们为之起了醒目的名称，听起来非常学术化，比如，“锚定”、“代表性”等。**锚定效应是指，我们将某些数值作为起始值，然后据此上下调整。**例如，一位律师告诉陪审团，他的当事人应该得到 1 000 万美元的赔偿。结果，陪审团裁决赔偿一半的钱。在此过程中，陪审团将律师提议的赔偿金数目作为了一个“锚”，然后据此推断了最终裁决的数目，决定过程并没有任何理性依据。此外，还有很多种普遍的偏见。心理学家不断发现新的偏见形式，论证各自的确切意义、具体表现，以及涉及的心理过程。

你可能感觉自己不会受制于这些偏见，也不会受到下一轮金融追风的影响，但请考虑一种情况：在听说飞机坠毁的新闻后，人人都会高估飞机失事的风险。心理学将这一现象称做“可得性启发法”：人们往往会依赖最先想到的经验和信息，并认定这些容易回想起的事件更常出现，并以此作为判断的依据。在房地产和信贷市场泡沫破裂之后，精明的投资者处处警惕新泡沫的出现，华尔街的内部人士满怀信心地推测美国国债和美元蕴藏着新的泡沫。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些人也许认为自己超理性、够冷静，其实，他们完全受到了可得性启发法的摆布，变得对泡沫过度敏感，忽略了其他的金融风险。

如今，关于各种启发法的讨论广泛见诸于金融报端，尽管其名称很是拗口。人们似乎忘了，启发法的研究只是卡尼曼和特维斯基研究的一部分（当然，是一个重要的部分），他们最主要的研究目的是了解人们的直觉。

此项研究的一个主题（同时也是其出发点）是：**专家与其他人一样，也容易犯同类的直觉错误**。所以，当下一次再遇到某位投资专家对股市的未来走势品头论足，或是某位华尔街总裁找借口为现时情况开脱时，不要忘记这一点。

有些领域特别容易出现专家犯错的现象，放射学便是其中之一。放射学家在观察 X 光片时，很大程度上要依赖于第一印象对病症进行判断，这被称为"格式塔法"，它确实有效，但并非总是有效。

在一次检测格式塔诠释准确性的实验中，实验者将同样的 X 光片展示给不同的放射学家。有 20% 的概率放射学家会得出彼此不同的诊断。当实验者将同一张 X 光片先后两次呈现给同一位放射学家时（在放射学家不知情的情况下），10% 的放射学家会做出前后不同的诊断。随后，该实验的实施者，密歇根州立大学的詹姆斯·玻辰（James Potchen）博士向这些放射学家展示了另一张 X 光片，这是一位失去左锁骨的病人的 X 光片。詹姆斯博士提醒放射学家注意观察严重的病症，但是没有提及锁骨的情况，结果，60% 的放射学家根本没有发现锁骨有任何问题。

最有趣的发现是，当这些放射学家为自己评分时，他们竟然对自己的诊断深信不疑。他们对自己的临床技术与准确性很有把握，因此，不论他们的诊断错到什么程度，这些放射学家都始终坚信自己是正确的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个实验不是为了说明统计误差，而是为了证明人们过度自信的普遍特点。过度自信也是行为经济学中一贯的主题。很多总裁对并购信心百倍，可实际上，很多并购都以失败告终。在经济学中，过度自信通常是用于描述我们确信过去的趋势会延续到未来，比如，上涨的房价会继续上涨，下跌的房价会继续下跌。

除了启发法以外，像过度自信之类的人类倾向与人格特质是导致决策偏差的又一原因。我们在做决策的过程中常常鼠目寸光：为了短期的蝇头小利放弃长期的巨额回报。我们对得失的感受是最令人费解的：损失的痛苦要远远大于获得的快乐，我们不会平等地看待得失。卡尼曼和特维斯基甚至用数据来表现二者的关系：**损失的痛苦两倍于收益的快乐**。这个现实影响了我们的行为，使我们费尽力气规避损失。

卡尼曼与特维斯基将该思想加以整合，提出了“前景理论”。在他们看来，**个体进行的决策实际上是对前景的选择，而所谓前景就是各种风险结果**。据说，他们之所以用“前景”一词为这个理论命名，是因为他们觉得这是个便于理解的好名字。事实证明，前景理论的确成了经济学中颇具影响力的理论，它以许多有趣的特点为人所熟知。比如，我们难以忍受损失的痛苦，所以，即便已经处于劣势，但为了扭转败局，我们仍然愿意铤而走险。赌徒输得越是厉害就越想扳平，死活不肯接受损失的现实，以至于越陷越深，难以自拔。反之，当我们处于优胜一方时，却不会急于冒同样的风险，见好就收不难做到。简而言之，我们对得失的反应是不对称的。前景理论对投资和赌博的诸多行为做出了解释，这些行为与主流经济学的预测有很大出入。



你愿意接受这样的赌博吗？

- 掷硬币，正面你赢 80 美元，反面输 20 美元。

多数人愿意接受这样的赌博。再看看下面这一种：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 掷硬币前，你要先付 20 美元。正面你赢 100 美元，反面的话，你不用再付钱。

几乎没人愿意接受这个赌博。

这个关于赌博的假设是谢恩·弗雷德里克（Shane Frederick）提出的。他是耶鲁管理学院的老师，也是当代决策研究的先驱者。他把这个赌博的假设告诉我，然后问我怎么选择。我直言不讳地告诉他，光是掂量这种赌局就让我头疼不已，除此以外，我的第一感觉告诉我，第一种赌局更吸引人。

两个赌局的输赢结果其实是一样的，如果硬币正面朝上，你赢 80 美元，反面朝上，输 20 美元。只不过在第二种赌局中，你必须先付 20 美元才能掷硬币，尽管如此，其输赢结果和第一种赌局无异。

人们对这两种赌局做出了不同的反应，这让弗雷德里克和他的同事内森·诺温斯基（Nathan Novemsky）迷惑不解。他揣测道：

> 可能大多数人觉得，第二种赌局存在失败两次的风险。你可能会先输掉支付的 20 美元，然后，又在掷硬币中败北。为失败而埋单，这是人们尤为反感的。

更让弗雷德里克想不通的是，人们为什么会拒绝如此合算的赌局。他认为，这是风险厌恶的病态心理在作祟，致使人们判断不利。弗雷德里克说道：“人们看待问题过于狭隘，他们把短期的结果看得过于重要了。”这项实验所揭示的狭隘思维方式，在经济决策领域屡见不鲜。我们常常只见树木，不见森林。

不同的描述方式能够诱导我们参加或是退出同样的赌局，这种现象被称为“框定效应”。第二种赌局要求我们必须先付钱，所以，它被框定为更具风险的赌局。框定效应会左右我们的决策，即便选择的结果没有实质区别。

> 在另一个实验中，弗雷德里克询问被试者：“现在得到 100

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美元，或是在6个月内得到150美元，你选哪一个？”多数人选择现在得到100美元。随后，他改变了“框定”，询问被试者是愿意现在得100美元，还是在两个月后的特定一天（比方说，8月3日）得到150美元。问法改变后，多数人都愿意晚一点得到钱。两个月后的一个具体时间转移了我们的注意力，影响了我们的选择。

弗雷德里克最新的研究方向，是探索我们为什么对直觉错误缺乏免疫力。卡尼曼和特维斯基的研究发现了多种启发法。但是，当启发法给出明显错误的答案时，我们为什么仍无动于衷？为什仍听信直觉？在需要冷静地分析判断的时候，我们为什么屈服于直觉判断？弗雷德里克解释了为什么一些人更容易犯听信直觉的错误，他将之归因为“智商”。



以下选项，你倾向选哪一个？

- 100%的概率获得500美元。
- 15%的概率获得100万美元。

弗雷德里克调查了上千个人，近2/3的人选择以100%的概率获得500美元。不论贫富、老少，大家几乎都愿意选择前者。弗雷德里克认为，做出这样选择的人简直就是“脑子进水”了。他说：“后一个选择的期望价值比前者高出300倍之多。况且，就算你很贫穷，500美元也解决不了任何问题。”

弗雷德里克用此证据证明了赌博的选择与智商有很大的关系（与年龄、财富的关系不大）。但他也表示，出现这个结果，不仅仅是因为人们被数字弄混了头脑。当他把赔率细化出来，说明这是笔500美元对15万美元的赌博时，人们的最终选择仍没有发生较大的变化。他认为，在衡量财富水平时，智商低的人脑子不大好使。他说：

选择500美元的人通常的想法是：“500块钱不是笔小数目，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而且这是100%可以获得的；100万美元也为数不少，但我很可能得不到。”他们不会从长远考虑两种选项的差异，比如，500美元从长期来看能有多大用，等等。这时，智商就显示出了它的作用。

同时，他也发现，即使在赔率远低于15万美元对500美元的情况下，智商高的人也更倾向于赌博。在智商越高的人身上，前景理论所描述的得失反应越不明显。这些人不大容易犯卡尼曼和特维斯基所说的直觉错误。

你可以辩解说出现这个结果是因为各人有各人的偏好。有人偏爱香草冰激凌，有人偏爱十拿九稳的赌博。智商不能解释一切行为，而且，弗雷德里克也承认他也不清楚智商到底在选择的差异上起了什么作用。但在这些赌博的实验中，智商高的人做出的选择确实与众不同（弗雷德里克认为他们的选择要好于普通人）。正如弗雷德里克所说：“我可能不会让爱因斯坦为我点餐（这仅仅是个人喜好问题），但我却有可能请他帮我理财（喜好与智商的结合问题）。”

不过，给弗雷德里克教授提个醒：艾萨克·牛顿，他那个时期的“爱因斯坦”，在南海泡沫[①]中可是遭受了巨大的损失。

忧者不吝

偏见根深蒂固地存在于我们的头脑中，影响我们的决策制定。但是，转瞬即逝的情绪也不可忽视，你的感觉（生气、恐惧，或是忧郁）同样影响着判断。情绪不同，做出的决策也会发生相应的变化，而且，特定的情绪与特定的经济决策是相互联系的。**生气的人更愿意承担风险，而悲伤的人认为自**

① 南海泡沫，发生于17世纪末到18世纪初，一家名为南海的股份有限公司的股票价格疯涨，投资者趋之若鹜，物理学家牛顿都卷入了漩涡，后来，投资者纷纷抛售南海股票，南海股价一落千丈，南海气泡由此破灭。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

己难以应付金融风险；痛苦的人不会再吝啬，忧郁的人更愿意花钱。

这些发现来自于珍妮弗·勒纳（Jennifer Lerner）的研究。勒纳在哈佛大学“情绪与决策实验室”工作，主要研究情绪与社会因素如何影响人们的判断和决策，她是此新兴领域的先驱者。她的研究多数是为了了解和预测特定情绪对特定消费决策产生的影响，这是决策研究的新领域，研究的角度也与经济模型中假设的理性相反。这种研究的中心思想是，**情绪会改变决策环境，影响决策制定。**情绪在经济决策中扮演着一定的角色。

在一个实验中，勒纳首先想办法让被试者感到悲伤。于是，她向一组被试者播放了电影《舐犊情深》（*The Champ*）中小男孩的导师死去的那段催人泪下的情节。在另一个实验对照组中，为了保证被试者的情绪平和，她向这组被试者播放了国家地理关于大堡礁的一个专题片，整个影片中规中矩，没有跌宕起伏的情节。此外，勒纳还让看完影片的被试者写了一篇短文，她通过计算文中“我”、“自己”等词语出现的次数对被试者的“自我意识”进行了评估。

影片播放完后，勒纳拿出一个健身俱乐部里常见的新运动水壶，然后询问两组被试者愿意花多少钱购买。结果，心情悲伤的一组被试者的平均出价是2.56美元，比另一组被试者高出56美分。人在悲伤时，自我意识增强，于是更容易多花钱。

有趣的是，悲伤的那组被试者声称他们的消费决策没有受到之前观看的电影片段的影响。他们没有意识到自己仍然处于悲伤的气氛中，同样，他们也不知道自己的出价比另一组更高。

为什么悲伤的、自我关注的人会愿意多花钱呢？有一种可能是，他们进入了一种潜意识的情绪修复状态。然而，勒纳和其他人共同撰写的研究报告《忧者不吝》（*Miserg Is not Miserly*）中提到：**“悲伤、自我关注的人比其他人**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更愿意多消费的原因是，他们在追求自我价值的提升。”由于陷入悲伤，他们轻视自身以及自己拥有的一切；与被藐视的自身相比，任何东西都更具价值，而购得这些东西，就能提高他们的自身价值。

传统经济学理论认为，人应该是理性的，不会受到潜意识或情绪的影响。所以，不论消费行为变化的内在原因究竟是什么，单是消费行为变化这个事实就已经让传统经济学家感到很不可思议了。

勒纳的研究有助于解释为什么在雷曼兄弟公司破产当天曼哈顿会出现疯狂购物的场面。那天，麦迪逊大道沿街昂贵的流行服装店人满为患，如此红火的购物情景实属罕见。有可能是银行家的妻子试图赶在丈夫的薪酬被削减前最后一次疯狂抢购，也有可能是她们情绪低落，所以靠购物的方式找回自尊。

生活中无处不在的惰性

惰性应该算是制约我们生活的最普遍的偏见。牛顿第一定律指出，物体不受外力作用时的运动状态，要么是静止不动，要么是做匀速直线运动。这个物理定义用来形容人的行为再合适不过了，比如，我们身子一扎进沙发，就懒得再动弹了，连起身走到电视面前换个频道的力气也没有了。在我们的投资决策中，也处处体现出了惰性。关于惰性，有一个经典的例子。

芝加哥大学商学院的行为科学家奚恺元（Christopher Hsee）问他的学生：“如果你持有的股票在过去3个月里亏损了50%，你会出售它吗？”多数学生表示不愿意出售。更令人吃惊的还在后头。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奚恺元接着说："假设一只小猫跳到了电脑键盘上，爪子恰好按到了回车键，把这些股票给出售了。你们会怎么办？会把这些你们不愿出售的股票再买回来吗？"结果，几乎没人愿意再买回这些股票。即便是一只猫做出的投资决策，我们也不愿改变，惰性的威力可见一斑。

行为经济学的历史

传统经济学很少涉及此类心理分析，它的观点是，市场上的个人是理性的，信息的获取是均等的。由此，经济学家认为，市场自身能够顺利发展，不需要太多的引导和监管。经济学家利用如此简单化的假设建立起复杂得令人望而生畏的数学模型（此外，他们还沉溺于"物理羡妒"的心理幻想，希望社会科学能有物理学那样坚实的数学基础），但是，如果他们的假设是有漏洞的，那么，由此建立起来的经济模型也不会在现实世界里发挥有效作用。传统经济学开始变得像一座空城，面对投资者和市场的行为不知所措。

传统经济学也曾与行为主义思想擦出过火花。

凯恩斯曾在其著作中提到了"动物精神"(animal spirits)：一种造成经济波动的非理性心理现象。现代投资组合理论之父，哈里·马科维茨，发现了人们对损失与收益的不对称反应。赫伯特·西蒙（Herbent Simon）提出了"有限理性"的理论，指出即便是理性的人在做决策时也会受到时间与信息的限制。

但是，这些理论仍然没有完全脱离对投资者理性的假设，更重要的是，传统经济学没有正式建立起关于行为的研究（这个问题一直没有得到圆满地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解决）。

曾与卡尼曼和特维斯基合作过的经济学家理查德·塞勒（Richard Thaler）改变了这一切，他把卡尼曼和特维斯基关于决策心理的思想融合到经济学中，促使了行为经济学的诞生。行为经济学的诞生非一人之功。

第一代行为经济学家除了塞勒外，还包括宏观经济学家罗伯特·希勒（Robert Shiller）、塞勒的学生沃纳·德·邦特（Werner De Bondt）、心理学家保罗·斯洛维克（Paul Slovic），以及圣塔克拉克大学的赫什·舍夫林与迈尔·斯塔特曼的工作组。随后，第二代、第三代行为经济学家竞相涌现，为大众所熟知，本书对这些人也多有提及。行为经济学已经成为主流，虽然不是每个经济学家都对此进行研究，但是，主要的经济学家都非常熟悉该领域的文献和结论。

今天，行为经济学的理论已被人们广为接受，但是，它在诞生初期却遭到了其他经济学家的严厉批评。其争论结果不仅具有学术意义，而且会影响当今人们看待经济过程、经济繁荣与衰败以及泡沫与崩溃的方式。

从一开始，很多人就非常关注二者的争论。迈尔·斯塔特曼回忆起他在1981年给洛克希德公司（Lockheed）的高管介绍前景理论时的情景："我谈论了人们不愿面对损失的现实，以及这与股票出售的联系。同样，这还与是否终止正在亏损的公司项目有莫大的关系。一旦项目开始运行，无论盈亏，它都可能终生运行下去，因为公司不愿将其终止。"

斯塔特曼以洛克希德公司制造的L1011飞机为例，指出这是压在公司肩上的一大包袱：装有三个发动机的L1011飞机竞争不过波音飞机。尽管L1011飞机在商业上是失败的，但正如前景理论所预测的那样，它成了洛克希德公司的鸡肋，公司不愿放弃这种飞机的生产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 第二天乘飞机回家，斯塔特曼在机场报刊亭前停下了脚步，他看到报纸商业版的头条消息是洛克希德公司决定终止L1011飞机的生产。这里，更有趣的是股市的反应，洛克希德公司的股价大幅飙升。

以大学生为实验对象、在教室里发展兴起的行为经济学，给现实世界上了生动的一课。

接下来的几章，我们将探讨行为经济学在金融以外的实际应用，尤其是在赌博和运动策略行为中的运用。这其实与行为经济学的发展历史是一脉相承的，初期的行为经济学，就是以这些领域为对象，研究人们的投资决策的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 17 章

为什么投资者偏爱冷门

“偏爱冷门赌注”是赌马中最常见的错误，它是指赌博者偏爱风险大的赌注而不愿意投资热门赌注。赌马中，冷门马匹的获胜概率与赛场上给出的赔率相比要低得多，赛马场上的赔率如果是 1:100，那么实际冷门马匹获胜的概率就接近 1:200。

尽管得到回报的概率微乎其微，但赌博者似乎都喜欢冷门赌注。早在 50 年前，美国、英格兰、澳大利亚就都呈现出了偏爱冷门赌注的现象（奇怪的是，中国香港和日本没那么明显）。从美国 500 多万场赛马结果来看，押注冷门赛马平均每 1 美元亏损 60 美分，而押注热门赛马平均每 1 美元仅亏损 5 美分。

不信就去赛马场试试，看看一直押注冷门马匹会有什么后果。沃顿商学院的贾斯汀·沃尔弗斯（Justin Wolfers）教授说：“押注大风险的冷门马匹，极有可能败得一无所有。”

如今身为教授的沃尔弗斯曾经长期泡在赛马场，当过马场的赌注登记经纪人，这在他的家乡澳大利亚是合法职业。他戏谑道：“我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是澳大利亚人，这里的人好赌，哪怕看到两只苍蝇爬墙，都愿意赌一赌哪只爬得更快。”沃尔弗斯以前想将登记赌注作为自己的长久职业，但后来被辞退了（他说被辞退的原因是自己年轻气盛），随后，他转而进入大学学习。与此同时，他继续干着登记赌注的活儿，直到他被澳大利亚中央银行雇用。之后，他又到了哈佛大学研究生院教授经济学。

沃尔弗斯告诉我：“做赌注登记经纪人让我更深入地了解了经济学，这使我想到了市场和概率。”尽管赛马场不是传统意义上的市场，但是它也有交易场、不确定的盈亏、真金白银的投资，以及决定价格的供需关系。

时至今日，沃尔弗斯还是会时常以学者的身份重游赛马场，不过不是为了赚钱。他将商学院那些学习行为经济学和体育投注市场预测的学生带到赛马场，给他们解释体育投注市场的异象和谜题。赛马的一个重要谜题就是，既然从数据上看，冷门赌注胜率如此之低，但是为什么人们仍然乐此不疲地对此押注呢？

其中的一个可能性，说得好听点，就是赌博者偏爱风险，觉得冷门投注的回报大，甘愿冒着几乎无望获胜的概率放手一搏。另一个可能性听起来不那么顺耳——赌徒根本就不明白输赢的概率。

除了押某匹冷门马独赢之外，赌马还可以押一些冷门机会注，这称为“特殊赌注”。其中包括押两连赢（选出一场比赛中获得前两名的马）以及三连赢（选出获得前三名的赛马），两种押注都必须押准赛马的名次。在投注这种特殊赌注时，人们不但需要计算不同马匹的获胜概率，还要预测马匹组合起来的获胜概率。尽管特殊赌注非常冷门，但通常排名靠前的马匹夺得一二名的概率还是相当高的，差不多是4:1。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在一个颇具独创性的经济研究中，沃尔弗斯通过分析冷门赌注和特殊赌注，成功地测试出了赌博者的行为究竟是受什么驱使的。他和一名学生埃里克·斯诺伯格（Erik Snowberg）一起检测了美国1992—2001年所有600万场赛马的数据。

> 经过对特殊赌注的分析整理，他们发现赌博者或多或少对单匹马的获胜概率心里还是有数的，但是，当把独赢赌注组合成特殊赌注时，赌博者就陷入了困境。沃尔弗斯表示，人们缺乏正确评估冷门赌注的能力。我们的直觉不能充分领悟冷门概率，从而不能做出有效的计算和对比。

因此，**赌博者把独赢注押在冷门马匹上时，驱使他们的动机不是对风险的偏爱，也不是对中大奖的幻想，而是对获胜概率的理解失误**。沃尔弗斯和斯诺伯格写道："行为主义理论表明，认知错误和概率误解在市场错误定价上起了一定作用。人们对小概率和微小概率分辨不明，于是做出了相似的定价。"所以，偏爱冷门赌注与期待爆冷的心理毫不相关，纯粹是因为我们的直觉经不起复杂数据的折磨而犯了错误。

如果多数赌博者都高估了冷门马的胜率，那你是否能从他们的预测错误中获益呢？换句话说，既然知道了他人容易偏爱冷门赌注，你可不可以利用他们的错误而赚满自己的腰包呢？答案是，不能！沃尔弗斯发现，马匹胜率间的差别非常微小，再算上赛马场加收的费用，留给赌马者的盈利就所剩无几了。了解偏爱冷门赌注现象的唯一好处是：**赌博者改变以往的投资行为，不再追求冷门赌注，转而押注热门马匹**。这样，他们就不再每投资1美元亏损60美分，而是每投资1美元只亏损5美分。

但我们回避了一个问题，人们究竟为什么要赌马呢？投注冷门马匹损失惨重，投注热门马匹也是笔赔本买卖。倘若随机投注，每1美元会亏损16美分。面对如此情况，人们究竟是如何打算的？他们为马痴迷？还是觉得自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有第六感？还是觉得在赛马场待一天算是种“娱乐”？如果这样，那每天赌马的人呢？

也许可以直接向他们请教答案。专业的赌马人喜欢用“投资”来描述自己与其钟爱的赛马业，“赌博”不是他们愿意听到的词。赛马场的常客常以投资者自居，他们为赢而来。经过一系列的投资调查（对马匹、骑师、赛道情况、历史战绩的了解），他们认为自己有获胜的把握。现在，又有了电脑程序提供数据分析，于是，他们便更加胸有成竹。

听起来耳熟吧？华尔街也充斥着许多忙着观察错误定价并寻求盈利时机的“投资者”，这些人同样觉得自己胜人一筹。当然，二者是存在区别的：股市的社会功能比赛马场强。它能让公司筹募资金，又能让投资者转手股票。

> 如今的赛马场是个洋溢着旧日气息的地方，里面常是些像戴蒙·鲁尼恩（Damon Runyon）这种有大把时间的人。他是位作家，对黑社会和赌博很着迷，此外，他对赌博等类似活动的实际概率有非常清醒的认识。在他的一篇短篇小说中，一个叫扒手山姆的角色说道：“很久前，我得出结论，生活就是6:5的不公平的赌局。”

尽管存在差别，可华尔街的交易量还是揭示了它与赛马场在本质上有相似之处。以标准而理性的传统经济学来看，股市上投资者的交易应该很少才对。他们偶尔会调整一下投资组合，然后随着年龄的增加坐收渔利，这样的话，交易量就不会太多。可是，今天我们所见的股市交易量之庞大，远非经济学的理性与功能动机能够解释。同样，赌马是个负和博弈，人们压根儿就不应该赌马，但许多赌博者仍然乐此不疲。除了理性冲动外，还有其他类似心瘾的冲动在支配人们的行为。沃尔弗斯说：“无论是在赛马场还是在股市，人人都认为自己在投资，而事实上，他们所做的事与赌博无异。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赌博续谈：编故事给自己听

在纽约布鲁克林区的赌博业中，有一位名人，我称他为“阿尔·犬”（之所以这样称呼他，是因为他大部分时间都在赛狗）。几年前，阿尔在肯塔基的赛狗比赛中赢了一场漂亮仗，他也由此声名鹊起。当时，他以100美元押注三连赢，结果斩获了100万美元。他的生活发生了变化，他搬到了长岛居住，对朋友也出手阔绰。新泽西州州长还曾邀请他做一场赛狗比赛的开赛嘉宾。

阿尔的赌瘾不减当年，时常光临赛狗场，包括南佛罗里达的赛狗场——这个经常使他空手而归的伤心之地。关于自己的战绩，阿尔从来只言胜、不言败。多年来，他屡尝败绩，输多赢少。尽管如此，阿尔在朋友眼中，尤其是在自己眼中，仍然是个赢家，就因为那天在肯塔基的一战成名。

我们常常评说自己的成败输赢。2008年市场最恐慌、最混乱的时候，我所碰到的每一个对冲基金经纪人（无论是在电视上看到，还是见到他本人）都会这样评价他们自己的业绩：“这周我们赚了不少，我担心的是我朋友的业绩。”接着，他们会补上一句：“当然，今年我们的业绩有所下滑。”他们的陈述失实，其中一种可能性是，这是种营销策略；还有一种可能性那就是记忆偏差。一次巨大的胜利要比无数次无关紧要的失败容易记住得多，阿尔的故事就说明了这点。而且，就算我们没有获得胜利，我们依然会觉得我们本应该是胜利的。

我们会告诉自己：要是我上了法学院，我会更高兴的；或者，要是我上的不是法学院，我会更高兴的。为现实世界想象另一种可能是非常容易的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于是，我们很容易自责，后悔没能实现另一种可能。这种选择性想法的专业术语是“反设事实”。

在投资时，这种反思会给自己带来巨大的痛苦。**如果做某事与不做某事的结果一样糟的话，做了某事会让我们感到更加懊悔。**早期一个经典的行为金融学实验设定了两种情景给被试者：你手头有一只股票，可以继续持有，也可以卖出换成另一只股票。实验中，两种选择的结果都是一样的，两只股票都会下跌。但是，换了股票的人感觉要糟得多。

换了股票的投资者对自己的做法有一种责任感，更易于感到后悔。也许这能解释投资中我们的惰性：**我们惧怕改变，害怕自己的行为失败后遭到耻笑。**

随着时间的推移，这种情况发生了变化，我们会因“不为”而后悔，责怪自己没有做某事，比如，没有购买微软的股票。最后，悔恨成了把双刃剑。

吉姆·谢尔曼（Jim Sherman）是印第安纳大学的心理学家。他听赌博者讲述为什么会出现不同的赌博结果，事实上，这些结果的出现完全是偶然的。尽管他研究的是赌博，可他的研究对投资者相当有借鉴意义。谢尔曼说：“如果你跟我一样，把股市看成一场赌局，那我们的研究就有非凡的意义。”



谢尔曼经常做与赌马有关的心理实验。在一次实验中，他请一组赌博者参加一场真实的赛马赌局。他们能看到赛道、骑师和马匹，并且能得到马匹和骑师的历史战绩，甚至可以自己展开实际调查。另一组赌博者得到的信息要少得多，只有赔率、马匹及其胜负历史，别无其他；同时，第二组还不能评测马匹或是观看比赛。

结果发现，得到具体信息并能观察比赛的赌博者的表现并不比缺乏信息的赌博者好，但是，他们却觉得自己做出了聪明的决策。从得到的额外信息中，他们做出了复杂的推断。一旦

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 下注的马输了，他们就会为之找各种各样的借口（反设事实）。他们这种心理状态带来的后果便是：虽然胜率丝毫没有改变，但是他们却更愿意铤而走险，放手一搏。

谢尔曼说："人们总是对坏结果耿耿于怀，而反设事实的好处就在于它能起到抚慰人心的作用。"人们面对随机的事物总是感到茫然失措，因为人类天生就需要自己能掌控局面，为没有意义的事物赋予意义。

就投资而言，你得到的关于公司产品的信息越多，就越认为自己对其了解得越详细。从心理学上讲，信息掌握得越多，就越容易为公司股价的走向找到更多的反设事实。你自我感觉良好，成竹在胸，尽管你并不明白信息中的数据所揭露的真实情况。

谢尔曼认为，之所以金融市场的魅力要远大于纯粹靠概率的赌博（比如，轮盘赌），就是出于这个原因。他说：**"金融市场比纯粹的赌博更吃香的原因就是，人们真的以为自己掌握了投资的控制权，认为自己能够做出好的决策。"**

股市战略家的言论也体现了这一点，他们总能为股市走向找到些理由。同一个时段，同一位分析师，面对同样的数据可以对股市走向做出完全相反的解读。那些股市分析师编造吸引我们的直觉的故事，殊不知，股市走向并不比轮盘赌的轮盘转动更有内涵、更好预测。

篮球的"手感"

大家都知道，篮球运动员进入状态时会很有"手感"。球员自己能感觉到自己的手感，球迷也看得到球员接连进球的风采。行为经济学家和心理学家对此进行了研究，他们发现连续进球的手感只不过是个假象，并没有数字依据。关于球员是否有"手感"，其中最著名的调查是在费城 76 人队展开的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

康奈尔大学的心理学家汤姆·吉洛维奇（Tom Gilovich）采访了球员对手感的看法。球员们表示，他们有预感下一个球会不会进。一旦连续投进几个球，他们就感到下一个球“出手必进”。对于连续投进若干球的球员，其他队员也喜欢把球传给他，因为他们都觉得该球员找到了“手感”，把球传给他更有把握得分。

之后，心理学家调查了球队的实际投球成绩。为了排除调查中的其他复杂因素，他们把研究对象锁定在罚球上。罚球不涉及传球，没有难度区分，也没有防守队员的干扰，所以更有利于看出个体球员的投篮技术。

吉洛维奇得出的结论是：从统计数据上看，没有手感这回事，连续进球的分布和数据的随机分布没有什么差别。第一投成功与否和第二投的结果没有必然联系。吉洛维奇在和他人共同撰写的报告中说道：“第二次罚球的结果受第一次罚球的影响是没有依据的。”无论是在大学生篮球队还是在职业篮球队，心理学家们一次又一次地证明了这个惊人的发现。

吉洛维奇还以其他方式研究了连续进球的现象。他调查了连续进球的球员，以及相信该球员会连续进球的观众。结果发现，球员自己都说不准下一个球能不能投进，观众更是完全无法准确预测下一球的成败。他们预测手感的根据是：球员有没有投进上一个球。因此，球员觉得自己有手感并不代表他对下一个球有必进的把握。

这样的发现可能让人难以接受，可是，**我们的直觉有时犯的错误就是把一系列纯随机的事件看成是连续事件**。例如，掷硬币出现正反面的概率约是1:1。即便如此，你还是可能连续4次掷到正面。实际上，经实验证明，每投掷20次硬币就有可能出现连续4次正面朝上的情况，下一次的投掷并不受上一次的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吉洛维奇的“手感”理论对行为经济学的发展有重要意义，我与他就此展开了一番讨论。他坦言，多数人并不相信这个理论。当他在课堂上讲授这个理论时，竟没有一位学生同意他的看法。其实，我也不确定自己是否相信他的理论。

问题是，你的确感到自己渐臻佳境，感觉如此真实。在篮球场上，我们并不能从球员进入佳境的感觉和之前的表现来推测他后来的表现。连续投进几个球并不代表下一个球必进无疑，进球与否的概率分布和掷硬币的概率分布没有什么区别。

尽管如此，相信球员有手感会带来不一样的结果。教练会给他觉得有手感的球员更多的上场时间，队友也会频繁地把球传给他们认为有手感的球员。当然，每个球员的技术各不相同，但多半都是碰运气而已。

吉洛维奇研究的仅仅是连续进球的状况：投进上一个球，是不是就有更大的机会投进下一个？吉洛维奇一言以蔽之：“不是那么回事。”

吉洛维奇的研究实际上反映的是赌博以及股市中的行为，华尔街交易员同样也深信自己有选股的手感。当他们觉得手感很顺时，简直觉得自己与股市同呼吸、共命运；老板也很器重他们，让他们来操控证券交易。吉洛维奇对这种现象有着非常冷静的看法：

赌博者有时会觉得自己手气很顺，但我们知道手气这种东西是不存在的。拿掷硬币来说，连续出现3次正面的概率是1/8，所以出现这种状况并不是手气在起作用。可是，赌博者偏偏觉得这是因为手气好，选股人也有同样的心理。

某家公司发布了出人意料的盈利报告，此后，又接连发布3次。这时，公司股价飞速上行，势不可挡，看起来似乎公司正在发展壮大。但也许事实并不是这样，可能此时正是卖空或抛售公司股票的时机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

掷硬币的真相：它并不公平

掷硬币是出现正面还是反面？这是不是随机的、不可预测的？我们使用掷硬币的方法做出决定、解决纠纷，因为我们相信掷硬币的概率是对等的。此外，我们还用它来做比喻：这是个掷硬币事件，意思是某事出现两种结果的可能性是相同的。

我们怀有一种偏见，认为掷硬币是公平的。而事实并非如此，掷硬币有失偏颇，其概率并不是对半开。掷硬币前，朝上的是哪一面，最后落下来的硬币也倾向于是哪一面。比如，正面朝上掷硬币意味着落下的硬币也是正面，反之亦然。经统计发现，掷硬币的结果的确是不公平的，但是由于概率相差极小，导致我们难以察觉。佩西·戴康尼斯（Persi Diaconis）、苏珊·福尔摩斯（Susan Holmes）以及理查德·蒙哥马利（Richard Montgomery）三位学者对掷硬币事件进行了一番细致分析，得出了一个有趣的小发现。在他们发表的文章《掷硬币的动态偏差》中，他们写道：**“自然抛掷硬币，其结果有51%的概率与抛掷前硬币的朝向相同。”**

掷硬币之所以不公平，与力学定律有很大的关系。三位学者在文章中写道：“硬币的初始状态决定了它在空中的运动。”苏珊·福尔摩斯是斯坦福大学的统计学家，她表示，当她把这个发现告诉其他人时，大多数人觉得难以置信，他们认为掷硬币之所以会出现偏差，其原因在于硬币的密度。苏珊否定了这种看法，为此，她做了一个实验。她自制了一个两面材料不同的硬币，一面是轻木，另一面是金属。结果，这个特殊硬币的投掷效果与普通硬币没有任何差异。可见，硬币质地分布不均并不决定掷硬币的运动和结果。

为了更细致地研究投掷硬币，三位学者制作了一个掷硬币机器，并用慢速摄影机记录下了投掷过程。实验表明，掷硬币事件不是随机的。影像显示掷出的硬币会接连绕着几个轴心旋

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

转，当硬币在不断上下翻滚的同时，它还像被抛拉的披萨面团一般左右旋转。

决定硬币投掷结果的是物理学定律，而非概率。如果投掷力量相同，那么投掷结果也一定相同，掷硬币机器可以保证每次都掷出正面。当掷硬币的是人而不是机器时，仍然存在轻微的物理偏差，致使硬币容易与起始状态一样。如果硬币投掷前是正面朝上，那么最后出现正面朝上的可能性是51%。

掷硬币的真相再次揭示，即便是在生活中最司空见惯的领域里，我们的直觉与知觉也存在着缺陷。要是涉及赌博，这种缺陷更是昭然若揭。我问苏珊，既然投掷硬币存在偏差，那足球比赛是否该废除投掷硬币的做法呢？她指出，没有必要这么做，因为在足球比赛里，掷硬币的人是裁判，而不是队员，而队员不可能知道硬币投掷之前的朝向。但如果猜硬币的人同时也是掷硬币的人的话，情况就不同了。要是知道掷硬币存在偏差，就捡了个小便宜。

苏珊表示自己仍在课堂上用掷硬币事件来比喻事物的随机性，毕竟，正反面的概率比相差无几，仅为51%∶49%。然而，有些人在掷硬币时能够保证每次都掷出正面（或反面），苏珊的丈夫佩西·戴康尼斯就是这种奇人。在成为数学家以前，他是位职业魔术师。他曾证明，一副牌至少要被洗七次以上，它的顺序才能被彻底打乱。进入哈佛大学研究生院学习之前，他曾有两个纸牌魔术发表在《科学美国人》杂志（*Scientific American*）上。他是怎么做到每次都掷出同一面的呢？苏珊不愿透露，只是回答道："这与他之前的职业有关——魔术。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 18 章

揭开拉斯维加斯的神秘面纱

赌城拉斯维加斯的创建者原是一帮匪徒，为了解赌博者的心理，他们绞尽了脑汁。由于庄家的胜率总是高于闲家，所以，他们不得不想尽办法让赌博者自愿上钩。早期的赌场老板想出了在美国商界无与伦比的营销策略，该策略一直延续至今，只不过换了新的形式。

有这样一个拉斯维加斯的老笑话。

问：怎样赌钱稳赚不赔？

答：开赌场。

拉斯维加斯与设计心理学

早期策略的核心思想是让输钱的赌博者也觉得自己像个赢家。赌场建筑师艾伦·拉皮德斯（Alan Lapidus）在其著作《万事靠设计》（*Everything by Design*）中简略描述了这种策略。以 20 世纪 50 年代的拉斯维加斯为例，假

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如一个赌博者已经输掉了4万美元，而他的信贷额度只有5万美元。当看到赌博者输的钱快接近信贷额度时，赌区经理就会出面建议他暂时歇一会儿，比如去看看表演，换一下手气。拉皮德斯引用了一位赌场老手的话，说明了接下来会发生的事：

> 赌博者走进夜总会，那儿的领班会将他领到舞台边的桌前。桌上摆着一盒哈瓦那雪茄，旁边的冰桶里冰镇着一瓶唐培里侬香槟王(Dom Perignon)，一排裸胸的舞女在他面前婀娜起舞。不一会儿，领班会询问他喜欢其中哪一位。之后，他将度过一个难忘的夜晚。

这还不算完，第二天早上，赌场还会免费赠送这个赌博者一辆凯迪拉克敞篷车(以折价买进的)。除去汽车和经营成本,赌场用尽了赢来的4万美元，赌博者也是输得分文不剩。从心理学角度讲，赌场成功地“重新框定”了赌博者的思想，让输了钱的人觉得自己是个大赢家。

这种对赌博者心理的敏锐关注体现在赌场的方方面面，包括其建筑与布局。拉皮德斯表示，赌场内部环境是经过精心设计的，他说：“赌场内的每一件事物都不是偶然的，都是经过仔细构思的。”

> 每个踏进赌场的人都会立刻发现，赌场内没有摆放时钟，这里没有日夜之分，和外面的世界完全隔离。总之，就是完全没有时间概念，只有永恒的现在。在拉斯维加斯的游人，无论要去哪儿，都必须穿过赌场大厅。大厅周边摆满了诱人的老虎机，等待人们的眷顾；中间是诸如21点之类的桌面游戏；大厅中央是最出彩的百家乐游戏，这是大赌家的游戏，也是赌场主要的盈利来源。

赌场对赌客心理的密切关注甚至延伸到了鸡尾酒女招待的穿着上。赌场意识到，单独的女性可能会让赌客有种畏惧感。于是，为了取消女招待的独立性，赌场让女招待们穿戴同样的假发和首饰。拉皮德斯表示，这类做法也是应用心理学的具体实践。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赌场对赌客心理的准确拿捏引发了行为决策者的兴趣。行为金融学政策研究最近关注的领域是“**选择构建**”，就是说，决策者无需改变经济刺激，而是通过转变决策的处境，以不同的方式框定或呈现人们的选择，从而大幅改善决策，并提高执行效果。

身为学者和选择构建者的理查德·塞勒与凯斯·桑斯坦（Cass Sunstein）在他们合著的书《助推》（*Nudge*）中举了一个学校自助餐厅的例子来说明“选择的构建”。在自助餐厅里，如果把较健康的食物放在视线容易触及而且拿取方便的位置，而把垃圾食品放在不起眼的位置，那么学生选择健康食物的比例会大幅上升。推此及彼，塞勒和桑斯坦把这个假设衍生到了其他领域，比如401(k) 计划、健康保险以及社会保障。在每一个事例中，构建选择都能把人们“推”往正确的方向。

诸如拉皮德斯这样的赌场人士非常了解选择构建的威力。对他们而言选择构建早已超越了假设阶段，他们已经能够娴熟地通过改变外部环境来影响人们的抉择。当然，政策制定者也可以借用“助推”来改善他人的生活。可是，当他们向脱衣舞夜总会或是赌场设计师讨教选择构建经验的时候，不知他们会做何感想。

哈拉斯娱乐公司

在赌博业处于发展初期，受到的监管也不是很严的时候，拉斯维加斯那种大部分依靠直觉而制定的市场营销策略还算恰当，像免费赠送汽车这样的策略针对的也只是大赌家。而今，博彩业已经迈入了大众市场，且在美国的许多州都蓬勃发展，市场呼唤新的经营方法。他们面临的挑战没有改变：赌客面临的胜率低于赌场的胜率。改变老虎机的奖金既不合法也不足以招揽赌客，赌场必须想方设法勾起赌客的胃口，而不是让他们理性地进行经济打算，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

或是仔细地考虑自身利益，要知道，这两者都是博彩业发展的障碍。

全球最大的赌业巨头哈拉斯娱乐公司（Harrah's）的总裁加里·拉夫曼（Gary Loveman）是一位经济学家，他在麻省理工学院获得博士学位，曾担任过哈佛商学院的教授，之后受雇于哈拉斯。他的营销策略在博彩业，甚至在其他任何行业中都算是前所未有的。他模拟并检验消费者的行为，使用的方法包括计量经济学、流行病学法以及行为经济学。

在哈拉斯的一个重要赌场据点——大西洋城，拉夫曼向我介绍了他是如何改革赌场营销策略的。**从前，赌博业的开山鼻祖们采用的营销策略主要依靠的是直觉，而拉夫曼则把营销看成一种需要准确了解消费者行为与心理的科学。**

有趣的是，在谈话之初，他说到了爱——公司的爱："如果人们爱你这个公司，那是因为他们青睐公司的品牌，你不需要打折就能赢得他们的爱。"要让消费者爱上某个公司，仅仅靠经济刺激是不够的，这是尽人皆知的道理，而经济学家却常常忽略这一点。爱不是用钱能买到的。因此，拉夫曼建议公司应该紧跟消费者的行为，及时做出营销策略调整，确保消费者对公司的爱忠贞不渝。拉夫曼说："在这一方面，我们做到了尽可能的知己知彼。"

拉夫曼刚接手哈拉斯时，把重点放在了提高现有资源的收益能力上，这类似于零售业的"同店销售增长战略"。当时，赌博业竞争者大多在增添赌场资源，建设更宏大、更炫目、更显眼的赌场和娱乐设施（比如在赌场展示正在喷发的火山的仿真模型），以此增加赌场收入。然而，哈拉斯早已在各地建设了多样的娱乐设施，差不多成为全球最大的赌博业公司了。

拉夫曼立即着手改善客户服务。刚开始，他发现哈拉斯实施了一种顾客奖励计划，给予顾客赌博积分，类似于航空公司的优惠里程。拉夫曼对此计划的有效性一点儿也不感兴趣，在他的眼中，这个计划是徒劳的。然而，该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

计划使得赌场能够收集到关于消费者喜好的大量信息，虽然赌场自己都不知道拿这些信息做什么。作为一位社会学家，拉夫曼一眼就洞察到了这些信息的价值，他能够利用这些丰富的信息做出其他赌场老板难以想象的事。正是因为把握并利用了消费者的喜好，拉夫曼的营销策略得以大展拳脚，帮助哈拉斯独领风骚。

拉夫曼举例说，最初，公司为身处芝加哥的顾客提供打折的房间和酒水以及一张35美元的礼品券。我们发现，礼品券并不能吸引顾客从芝加哥赶到拉斯维加斯来，但一旦有人来赌场的话，他们肯定会使用这张价值35美元的礼品券。换句话说，礼品券招揽不来顾客，而来的顾客使用礼品券又给赌场造成了35美元的直接损失——礼品券非但没有达成赌场的任何营销目标，反而成了阻碍公司盈利的累赘。不过，拉夫曼掌握的数据表明，降低房间收费更容易吸引远道而来的顾客。拉夫曼说道："只要把房间费用降低15美元，就能提高顾客的回应率。而当他们来到此地时，就增加了我们的盈利机会。"



假设一位61岁的老太太驾车从孟菲斯郊区到我们位于密西西比州图尼卡的赌场，她有生以来第一次玩了老虎机，花了10美元，然后驾车离去。从以往的赌场营销分析来看，这个老太太绝对算是个糟糕的顾客，毕竟，她只花了区区10美元。赌场可能会发给她一张免费自助餐券，也有可能什么也不给。然而，拉夫曼复杂的营销模型却得出了不同的结论：年龄61岁，来自孟菲斯郊区，这两个指标对赌场而言是很不错的信号。毕竟，她还可能消费得更少，花了10美元对她来说已经不是笔小数目了。

拉夫曼说："使用我们的预测模型可以发现，她的赌资并不算少，实际上，她更可能去竞争对手的赌场去玩。所以，向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

她营销的最有意义的方法就是把她从竞争对手那里争取过来。”要把她争取过来，可以向她提供免费的房间或是套房，以及表演门票等；而同时，模型的假设可能是错误的，也许不用那么大费周章就能争取到这位61岁的老太太，比方说，光是靠免费停车的优惠就能吸引她回来。

哈拉斯每周都会对营销假设进行测试，他们观察成千上万个赌客的行为，包括那位来自孟菲斯的假象顾客。测试中，赌客被分成实验组和对照组，接受不同的营销策略。例如，实验组得到的优惠是免费的套房，对照组得到的优惠要普通些，诸如免费停车之类。随后，赌场分析两组营销策略的效果有何不同，拉夫曼及其团队决定是否采纳实验结果，一旦新的营销策略得到认可，他们就会将之推广到其他50家赌场，接着又开展一轮新的测试。

然而，哈拉斯仍然保留了一些拉斯维加斯传统的服务策略。老虎机玩家如果需要进餐或观看演出，可以要求赌场为他保留正在玩的老虎机，这样，当他回来时，老虎机就不会有别的人碰过。赌场会尽量满足赌客的个人需要，但这不会改变赌场的胜率优势，除了极少数为大额玩家设置的高端赌局。

哈拉斯的经营从依赖直觉转变成密切研究顾客行为，得到了颇具预测性的营销方案。这些正面的报道让我觉得有点无趣，如果说哈拉斯走到了营销模式改革的前沿，那又是谁落后了呢？因此，我诘问拉夫曼：“有谁不懂这些营销策略呢？”他的回答如下：

百货商店是我见过的最不会利用营销策略的商业组织，它们简直就是“落后”与“错误”的代名词。如果你每周六晚到圣路易斯来找我，我是绝不会为周六晚的这段旅程打折的。

而百货商店恰恰就错在这里。如果你要买很多尿布，商店就会给你购买的尿布打折，而正确的做法应该是，赠送一张其他商品（你不会购买的商品）的优惠券。拉夫曼的建议是“护肤品这类高利润商品”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拉夫曼还有更加“奇异”的设想——改变百货商店结账通道的设置方式。目前，快速结账通道仅仅提供给一些购买较少商品的顾客使用，而买了满满一车商品的顾客只能站在长队中等待。拉夫曼指出，这就意味着那些购买很少商品的顾客得到了商店的奖励，而购买很多商品的顾客却不得不忍受排长队的折磨。他说：“你应该把最佳顾客的服务满意度放在首位，为他们提供最快的结账通道。”

这种建议让我难以接受。每次在登机时，我都不得不排队等候许久，而头等舱的旅客却很轻易地就通过了安检（为什么对他们就放低安检要求）。在拉夫曼看来，公平与特惠在公司追求收益最大化的过程中是两个对立的层面。虽然这个想法有些误导性，但不失为富有想象力的理念。

拉夫曼还坦诚地介绍了他的持续性营销假设测试的另一个方面。我们知道，一些测试研究的是赌场该在哪些领域增加经济刺激，此外，还有另一些测试，它们研究的是在哪些领域该减少经济刺激。两种测试研究互为补充。对于一些赌场常客，100 美元的消费券可以吸引他们从芝加哥飞到拉斯维加斯赌上一把。可是，发放 75 美元的消费券也许就足以吸引他们过来。这时，就需要一番测试。拉夫曼说：**“在不影响顾客光顾频率的情况下，如何降低我们的营销花费，这也是门很大的学问。”**

> 拉斯维加斯是一个待客有别的地方，对待大额玩家的方式非常特殊。向他们营销“事关重大”，从提供免费表演门票到赠送钻石手表，赌场无所不用其极；而向普通大众营销，至少现在哈拉斯的营销手段也是非常特殊的。

看来，**行为经济学还有新的用处：最大化公司的收益，同时最小化顾客的资产**。双赢的局面不可能任何时候都出现，尤其是在拉斯维加斯。但赌博业至少还能坦诚地向顾客展示存在的风险，这种坦诚，是赌博业的近亲——华尔街所不具备的。不管是经验还是教训，也无论是经济生活还是现实生活，我们需要向拉斯维加斯学习的，还有很多很多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第19章

只选“对”的，不选“贵”的

橄榄球传奇教练文斯·伦巴第（Vince Lombardi）曾说过：“胜利不是一切，而是唯一。”这句话符合他所执教的绿湾包装工队（Green Bay Packers）的作风，可这是否也形象地描述了当前公司的行为呢？公司的经营策略与历史业绩是否表明，无论在何种情况下，它都会不顾一切地争取胜利？

从逻辑上讲，答案必须是肯定的，因为公司就是为盈利而生。米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）认为这是个不言而喻的问题，他说道：“要是商人的行为不符合利益最大化的要求，那他的业务就不可能维持下去。自然选择理论会证明这个假设。”

公司是否真的全心全力追求利润最大化，我们无从知晓，也许整个行业都在不慌不忙地悠闲发展。说到这，我不禁想起了底特律汽车界的三巨头。即使能够获得公司的内部消息，我们也很难知晓它真正的战略目标。就算你在公司召开会议时偷听到了公司战略转变的消息，但最后公司很有可能并没有实施这项战略。公司机构庞大，市场瞬息万变，要想洞悉公司的真实战略

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目标无疑是非常困难的。

这个问题让很多经济学家回到了橄榄球上来。橄榄球队在球场上面临的抉择与公司的战略决策有相似之处：攻、守、进、退。**公司追求盈利或是利润最大化，橄榄球队的目标则很简单，就是夺取比赛胜利。**橄榄球队的决策要比公司的决策好研究得多：各项数据在报纸的体育版上一目了然。与常因脱离实际而遭批评的学术决策或是学校实验不同，橄榄球比赛涉及诸多方的利益，非常实际。

戴维·罗默（David Romer）是伯克利大学的经济学教授。他就橄榄球队在球场上的抉择做了一番分析与研究：如何进行第四次进攻，是尝试继续进攻，还是选择踢任意球？亦或是弃踢，把进攻机会转让给对手？球队该怎么做？他们实际是怎么做的？

罗默研究了700场比赛的第四次进攻情况。他采用了非常严格的分析手段，比如，他用到了“动态规划法”和“期望利润”等数学方法。而他得出的结论却既简单，又令人吃惊：“球队第一次进攻的选择经常偏离胜率最大化的要求，而且这种现象之普遍，从统计数据上就可见一斑。有很多例子表明，球队总是做出与胜率最大化明显相悖的进攻选择。”

最根本的原因是，球队在做第四次进攻决策时出现了严重的风险厌恶倾向。比方说，在第四次进攻机会时，球在对方的两码线上，罗默的数据显示，选择达阵得分（也称做触地得分）成功的概率是3/7；选择踢任意球几乎可以稳得3分。因此，从得分的可能性看，两种选择其实一样好（达阵得分有3/7的概率，乘以达阵得分7分，等于3分，而任意球得分也是3分，二者相等）。但是，两种打法给对手留下的机会是很不一样的。任意一种打法成功后，都将由对手重新开球，于是便留给了对手反击的机会，而选择踢任意球就很可能出现这种状况，因为我们说过，任意球是几乎稳进的；相反，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达阵得分是个双赢的选择，成功有3/7的机会，如果失败，对手只能在两码线发球。

一旦考虑到这一点，两种打法的差别就不言而喻了。**达阵得分占有明显的优势，因为这个策略就算是失败了，也能保证自己一方处于有利的防守地位。**根据罗默的研究，达阵得分的选择会使球队的胜率提高3%。然而，当球队面临第四次进攻决策的时候，几乎每只球队都会选择踢任意球。

就算是站在一码线上，球队仍然不敢大展拳脚。罗默发现，当第四次进攻推进到一码线时，与选择踢任意球相比，达阵得分将使球队的胜率提高5%。可是，多数球队只在一半的情况下选择达阵得分的打法。

罗默的数据还显示，**如果在中场组织第四次进攻，球队应该尝试达成首攻。**虽然一旦失败会使球队陷入被动的攻守地位，但是考虑到该策略的成功率较高，这么做还是值得的。罗默说："在己方半场时，继续进攻是更好的选择，只要在4码范围之内。"

罗默的发现至少在经济学领域是没有争议的，而在橄榄球界中却不以为然。据我所知，罗默自己不是橄榄球运动员，不过，他与他的妻子都是非常有名的经济学家。他的妻子克里斯蒂娜·罗默（Christina Romer）是奥巴马总统经济顾问委员会的主席。

罗默的研究发现在橄榄球界广为谈论，然而，橄榄球联盟却没有对之做出任何反应，这让罗默备感意外。尽管罗默也坦言，理想的战略决策与比赛中实际的战略运用存在较大的差距，可是，橄榄球教练们面对罗默提出的新颖理论丝毫不感兴趣，连试都不愿意试，这多少让罗默有点儿生气。当然，球队不可能成天等着经济学家提出的各种新颖见解，不过，它们还是很愿意听取意见的，比如说对选秀权的新观点。

罗默认为，橄榄球教练没有尝试自己的理论与橄榄球的运动精神有莫大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的关系。橄榄球球队习惯把比赛看成是耗时耗力的公平竞赛，是对意志的考验。胜利一方依靠的是过硬的实力和坚强的意志，而非高风险的赌博策略。而实际上，文斯·伦巴第的话说得不对：胜利对橄榄球球队而言并不是唯一，运动传统也很重要。

> 这些策略缺陷可以在心理学中找到解释。人们，包括橄榄球教练在内，都是厌恶风险的。从直觉上讲，不继续首攻让人觉得更稳妥。罗默表示，任何人在听到他的理论后，都会做出同样的反应："别人会心存疑虑，觉得'这个策略失败的话就糟了'，而没人会觉得'这个策略成功的话就太棒了'。"人们总是过于关注消极的后果。**无论是教练还是球员，大家都倾向于谨慎行事，觉得这样做最稳妥，可他们实际上是在葬送胜利的机会。**

这番关于橄榄球的分析实际上从另一个角度折射出了公司的行为。罗默发现的橄榄球策略以及球队对此发现的冷漠态度，反映了竞争环境并不会自动激发良好决策的产生。公司（与投资者）应该更清醒地认识到，即使在利益攸关的情况下，内部机构也难免犯错，甚至意识不到错误的存在。华尔街为了追逐风险碰得头破血流，反观其他行业，因为恐惧风险而畏首畏尾，徘徊不前，从长久来看，最终可能还是会以失败收场。

金融规划与橄榄球

别看橄榄球队在赛场上小心谨慎，在场下，球员们可冒着极高的金融风险。球员从全美橄榄球联盟退役之后，通常会遇到严重的金融问题。橄榄球界的内部人士用"富翁变贫民"这个词语来形容球员退役后艰难的生活。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克莱顿·福尔摩斯（Clagton Holmes）的生活就是一个典型的例子。他本是全联盟家喻户晓的人物，曾代表达拉斯牛仔队参加过三次超级杯比赛。退役 12 年后，他穷困潦倒，从之前驾驶白色奔驰 560 SEC，到最后只能骑一辆红色自行车，栖身在一个没水没电的破棚房里。除了回忆，大联盟什么也没有给他留下。他写过一首歌，歌里唱到："主啊，我将何去何从？"

诸如此类由盛转衰的故事，都隐含了行为金融学的印迹。橄榄球运动员的职业生涯极为短暂，平均约 3.5 年，比其他体育项目要短得多。正因为这样，他们鲜有机会吸取理财教训，而投资需要长期摸爬滚打才能获得经验。橄榄球球员的投资不允许出现失误，他们没有棒球球员那么长的职业生涯，所以没有第二次投资机会。如果棒球球员投资亏损，或是被狡诈的理财顾问骗光了财产，吸取教训后，他还能再花数年来积累他的财富，重新进行投资。一般的橄榄球球员能挣 300~400 万美元，可短短几年，他便会退役，这笔钱就成为他终生的依靠。

全美橄榄球联盟球员工会（the NFL Players Association）担心类似克莱顿·福尔摩斯的悲剧重演，于是，他们现在为球员们提供了理财规划课程。丹娜·哈蒙兹（Dana Hammonds）是工会财务计划与教导部的主管，我与她见面时，她刚给职业橄榄球运动员母亲协会（Professional Football Players Mothers' Association）做了一个报告。

报告的目的是为了让球员们的母亲明白，虽然现在公司的平均薪水在不断上涨，但橄榄球球员那本来很高的薪水将在数年内急剧下降，最终跌为零。所以，趁现在薪水还不低时必须未雨绸缪，赶紧存款。这个讯息蕴含了一个痛苦的现实。球员成名后，他们的母亲是最直接的受益人，新房、新车应有尽有。

丹娜说："也许她们不该接受这些礼物，她们或许应该谢绝球员们的一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

片好意。”

“她们对你的建议反应如何？”我问道。“举双手赞成。”丹娜回答。

丹娜给球员们讲授基本的金融知识，例如，什么是股票，什么是债券；同时，她还教授如何制定预算。球员们一年中只有 17 周能领到薪水，丹娜将这部分薪水称为“稳定的钱”，球员必须要保证这些钱能够维持一段时间。此外，如果打进季后赛或是超级杯，球员还可以得到“可能的钱”。丹娜提醒球员必须要分清哪些钱是“稳定的”，而哪些钱是“可能的”。

丹娜关注的问题主要还是在心理层面。她向我解释道：“多数球员都是一夜乍富，他们需要了解如何对待突然出现在眼前的这么多钱。现在就是帮助他们与钱建立一种更健康的关系的时候。”“健康”是指不把金钱浪费在玩物和购买友情上，不然，在职业生涯结束后，他们就会一贫如洗。球员在了解了投资的基本知识后，应该要知道投资最重要的一点就是切忌随心所欲。协会主张球员在理财上学会自律。丹娜说：

> 我们告诉球员们：“你们的职业生涯只有 3.5 年左右，退役后很可能就挣不到这么多薪水了，所以，不要冒险。”通常来讲，我们想尽力使他们明白，如果严于自律的话，他们遭遇金融诈骗的概率就会减小，他们的财产也将更长期地保存下去。”

全美橄榄球大联盟选秀

1998 年，在全美橄榄球联盟的选秀大会上，有两位新秀备受瞩目，两人都是各自大学里的明星四分卫——莱恩·利夫（Ryan Leaf）和佩顿·曼宁（Peyton Manning）。利夫由于在大学三年级那个赛季的出色表现而迅速蹿红，走上了职业道路，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他的优势在于臂力非凡。曼宁是著名四分卫阿奇·曼宁（Archie Manning）之子，他的优势在于技术全面。二者究竟谁更胜一筹，能够成为状元秀，没人说得清楚。由于两人难分伯仲，真正的争夺反而在各个球队间展开，谁都想将他们招致麾下。最后，曼宁拿下了状元，被小马队（Colts）选走。利夫顺理成章成为榜眼，加入了圣地亚哥电光队（San Diego Chargers）。电光队为了获得利夫颇费了番周折，先是用两个第一轮选秀权来交换利夫，之后又承诺给利夫 1 125 万美元的签约奖金，当时这个数目对一名新手而言是前所未有的。

在随后的职业生涯中，二人的发展轨迹大相径庭。曼宁成为了全联盟历史上唯一一位连续 5 个赛季传球超过 4 000 码的球员，利夫则成了全联盟史上最大的交易败笔之一。他不久便与电光队解约，于 26 岁退役。目前，利夫在西得州农工大学（West Texas A & M University）担任高尔夫球教练。

曼宁与利夫的选秀事例表明，选秀排名展示的是球员以往的表现，对球员的未来表现没有百分之百的参照性，其中掺杂着诸多变数和不可知因素。球队与球探擅不擅长甄别明星新秀？比起一般新秀，明星新秀的价值几何？另外，球探对新秀的期望有多高？新秀能否不负众望？

表格系统

为了帮助球队选秀，全美橄榄球联盟使用了一个“**表格系统**”来确定每个选秀顺位的价值。这个表格是一套数值化的选秀权价值系统，为每一顺位的选秀权依次评定出了不同的价值。该表格系统的计算方法非常复杂：一个前几轮的选秀权（价值更高）可以交换数个后轮的选秀权。

据全美橄榄球联盟历史记载，这个表格系统的创始人是达拉斯牛仔队主教练的生意伙伴吉米·约翰逊（Jimmy Johnson）。约翰逊

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是依靠这套表格，在选秀中力压群雄，由此打造了20世纪80年代和90年代被誉为传奇的牛仔队。之后，其他球队也习得了这个方法，据说，现在的全美橄榄球联盟都在使用这种表格系统评价和交易球员。

在表格中，明星新秀的价值要比一般新秀高出许多。表格按球员价值由高到低排列，前一轮选秀的价值要远高于后一轮的价值。即便都处于第一轮选秀队列，排名前几位的新秀价值也要比排在后面的球员高4倍左右。轮数越往后，新秀球员的价值越低。

表格只展示前10~20名新秀的市场价值，每位球员在表格上的排名是由全美橄榄球联盟球探营（NFL Scouting Combine）评定出来的。球探营每年在印第安纳波利斯会聚，邀请最出色的新秀参加为期一周的测试。测试种类繁多，全面考察球员的各项能力，教练、球探、球队经理和训练员都将到场观看他们的表现。据说，球员们还需要只穿内裤向球探展示自己的肌肉与线条。这些测试侧重于考查身体素质：40码冲刺、跳远以及仰卧推举（测试球员推举225磅重物的次数，四分卫和外接手不用参加）。此外，球员还要参加一个被称做“温德利人事测验”（Wonderlic Personnel Test）的心理和智力测验。这种测验诞生于20世纪30年代，原本是为公司人事部选择人才而设计的。

复杂的表格评定，整整一周的考察，球探与经理的参与，耗费的大量金钱，这些统统都表明全美橄榄球联盟的选秀非同小可，不能儿戏。选秀不像是某位即日交易者独自窝在家里盘算应该挑选哪一只绩优股。相反，它更像是一家（或者数家）投资银行的庞大研究机构为了分析复杂的按揭证券，大费周折，损时耗力。这个对比并不过分，利夫和曼宁的选秀结果告诉我们，尽管选秀大费周章，但还是难免事与愿违。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全美橄榄球联盟选秀引起了两位行为经济学家的注意，他们是耶鲁大学的凯德·梅西（Cade Massey）与芝加哥大学的理查德·塞勒。这两人对摆在球队面前复杂的选秀权进行了研究，在比较了球员在选秀时期的市场价值与他加入球队后的场上表现后，他们得出的结论是："球队高估了自己鉴别球员优劣的能力。"

首先，我们很难预测原本排名相近的两名球员之后的比赛表现孰优孰劣。另外，通过比较前几轮选秀球员和后几轮选秀球员的比赛表现和薪水，我们发现前几轮新秀的表现和薪水都有下跌之势，不过这也在意料之中。表格系统的评定似乎过于消极，一些后几轮新秀的价值实际被低估了。这也与球探们对这些球员的关注度不够有关，因为球探的注意力全部被第一轮新秀所吸引了。

据这两位经济学家称，**全美橄榄球联盟选秀的失败之处在于：招揽排名靠前的新秀是个赔本买卖**。这点着实令人吃惊。

> 就拿第一轮选秀中的跑锋和外接手来说，排名领先的新秀确实在比赛中有出类拔萃的表现，但还不值得球队为他们花费重金，他们对球队的贡献与所领的薪水极不相称。"每1美元薪水为球队贡献的码数"是一种不常见但很说明问题的数据。

与超级明星比起来，第一轮选秀排名靠后或是第二轮选秀排名靠前的新秀在这个数据上的表现要更出色。鉴于橄榄球有薪水上限的规定，球队不顾代价地购买大牌球员很不划算。相反，**球队应该使用一个第一轮的选秀权来交换几个第二轮的选秀权，这样才有助于提高球队的整体实力**。

梅西作为一位经济学家，关注的是表格系统所揭示的球员市场价值，而非新秀在球探营的具体表现。他指出："据我所知，温德利心理测试对橄榄球球员而言是无效的。40码冲刺也没什么考察意义。"或许，球探们没能客观地看待关于球员身体素质的某些数据。究竟是不是这样，梅西还没有进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究——至少现在还没有。

梅西可不是一位不切实际的经济学家。他掌握了全美橄榄球联盟最新的数据来源，与塞勒同为一支特权会员队（具体哪支不方便透露）担当顾问，为其提供行为决策建议。最初，当他们发现球队为明星新秀开支过高的事实时，所有人都认为这是种异端邪说；而现在，这个发现已经得到了球队的认同。梅西说道：

> 要让人们改变以往的想法的确非常困难。以前的做事方式已经积淀成一种根深蒂固的文化、一种不可更改的习惯。要放弃，谈何容易。

也许，在选秀或是其他类似竞选过程中，有一些不可避免的问题会导致人们高估某位竞选者。具体到橄榄球，这个问题可能是：球队或球探“迷恋”上了某位新秀。就算梅西和塞勒可以为球队呈现 10 000 条客观全面的选秀建议，然而，一旦球探相中了某位球员而痴心不改，所有的建议就都失去了意义。

因此，球队根据梅西和塞勒的观点拿出了实际的解决办法。**一是防止先入为主。**球探的工作是评估交易的价值，以及管理好球队选秀的“投资组合”。所以，现在强调球探在选秀前不要去了解大学球员（统计数据除外），这会让球探觉得自己的评判更加客观。**此外，球探也无需接触过多不相关的信息，以免产生盲目自信而选错球员。**

招聘真相

全美橄榄球联盟选秀的案例分析与公司的招聘工作异曲同工。**在短暂的面试中，如果面试者给考官留下了深刻的第一印象，那么这可能会比任何客观的招聘标准都还管用。**处在面试的紧张环境下，考官也难时刻保持清醒，也容易做出不甚客观的判断，就像球探“迷恋”上某位新秀一样。心理学家称之为**以事件为基础的决策**，即我们很难将自己置身于某个特定的事件（比如，面试）之外，从而难以摆脱情绪的束缚，使用更加客观的信息进行决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这里真正的问题不在于是否择优录取，而在于承认自己在选择两个相似的赌注，未来的成败谁也说不清楚，除非把这两个人都雇用下来。凯德·梅西这样对我说："没有选择最佳的人员并不可怕，可怕的是不敢承认这个现实。因此，我们应该更正面地来看待不确定性。"

全美橄榄球联盟表格系统的教训不仅可以用于挑选员工或球员，还可以用于挑选投资基金，基金经理受雇（或被解雇）后的不稳定表现就能说明这个问题。这些基金经理在被雇用前，也和球员一样，经历了重重考验。**选择机构基金经理的工作也充满了不确定性，难以辨别孰优孰劣**。实际上，情况可能更糟：养老基金机构在决定是否雇用某位基金经理时，把他是否持有本机构的对冲基金或是共同基金也作为了录用条件。

热门的新基金经理一旦被养老基金机构录用，他的业绩立即就会遭受重挫。阿米特·戈雅尔（Amit Goyal）和苏尼尔·瓦哈尔（Sunil Wahal）是研究基金经理任用和辞退问题的两位学者，他们表示："从数据上看，雇用新基金经理后的收益趋近于零。"相反，被解雇的基金经理往往突然会有上佳表现，开始战胜市场。简言之，**基金经理被雇用后表现会大幅下滑，而被解雇的基金经理的表现则会反弹**。养老基金机构在基金经理的录用决策上似乎是哪壶不开提哪壶。

从本质上说，养老基金机构及其理财顾问倾向于追逐收益，认为过去的业绩会延续到将来，简单的均值回归比复杂的算法更具预测功效。由此看来，基金机构似乎不应该雇用新的基金经理（或是不应解雇以前的基金经理）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 20 章

谨慎行事并非全是安全之策

20世纪70年代，蒂莫西·葛维（Timothy Gallwey）所著的《网球的内心游戏》（*The Inner Game of Tennis*）畅销一时，书中讲解了如何在不会打网球的情况下，战胜心理恐惧打好网球。

> 葛维发现，多数网球运动员出于心理原因而无法发挥全部实力。球员自我意识太强，自责心太重，导致在比赛中束手束脚，无法全身心地投入比赛。葛维熟谙禅宗哲学，而且了解整个20世纪70年代的主流思想，他提出的建议是“顺其自然”。球员只有平心静气，聚精会神，才能免受内心干扰，发挥出最佳实力。另一位自我激励大师则常将此称做“渐入佳境”。

《网球的内心游戏》一书席卷了整个网球界，这部分也得益于美国公共广播公司（PBS）的报道以及网球传奇人物比利·简·金（Billie Jean King）女士的追捧。之后，葛维的理念被推而广之，陆续在高尔夫（《高尔夫球的内心游戏》）、滑雪、音乐以及公司管理等领域得到了运用。其中，一个核心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理念始终没有改变：**全身心投入，就能发挥出最佳水平。**

在网球的内心游戏里，最重要的一点就是要防止出现“失措现象”(choking)。对此，马尔科姆·格拉德威尔（Malcolm Gladwell）的解释是：**“失措现象是指在比赛中考虑的东西过多、心理负担过重，造成直觉的缺失。”**根据这个理论，他分析了在1993年的温布尔登决赛中捷克网球明星雅娜·诺沃特娜（Jana Novotna）未能战胜斯戴菲·格拉芙（Steffi Graff）的原因。

> 诺沃特娜先拿下了第一盘，在第二盘又以4:1领先，胜利已经在向她招手。格拉德威尔描述道：“此时的诺沃特娜动摇了，她又开始想到了自己与格拉芙的实力差距。她乱了阵脚，也没了手感，不仅发球失误，而且在需要适当掌握力量和时机的扣球上也接连出现失误。”最终，诺沃特娜输掉了整场比赛，泪洒赛场。

对于网球而言，内心游戏的理念有它的道理。网球涉及身体动作，击球时，你通常需要依赖反应迅速的直觉系统，而非迟缓的分析系统。

不过，某些球的处理也需要发挥分析系统思维的作用，因为网球是讲求战略的运动。失措现象确实会困扰一些球员，但要知道顶尖的球员还面临着更加严峻的挑战：技术超群的对手。他们必须依靠直觉制定出多变的战术，以及估测不同招数可能制胜的概率。而我们知道，在涉及比赛或是概率的时候，我们的直觉是难以交出令人满意的答卷的。

为了探究网球选手的战术，以及不同击球方式克敌制胜的概率，荷兰计量经济学家简·马格纳斯（Jan Magnus）研究了参加温布尔登公开赛的几位顶级网球选手的打球策略，试图发现他们是否还有提升的空间。发球是他的重点研究对象。

> 网球选手可以选择发球的力度，力度不同，给对手造成的威胁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也会不同。大力发球能够提高得分的可能性，但也更容易发球失误。减小发球力度可以尽可能保证球不出界，但得分的概率也随之下降。

马格纳斯觉得这是个数学问题。在研究中，他用了20多页的篇幅进行复杂的概率计算，以及大力发球与慢速发球的权衡。然而，最重要的问题是：即使计算出正确的发球策略，顶尖的网球选手在发球时能够做到那么精准吗？

诚然，他们的水平比一般人要高得多，可也并非尽善尽美。其中一个弱点就是难以掌握第二次发球的轻重。

网坛名宿鲍里斯·贝克尔（Boris Becker）擅长大力发球，人送绰号“嘭嘭”。1995年温布尔登公开赛，他与皮特·桑普拉斯（Pete Sampras）狭路相逢，贝克尔恰恰败在了发球上。桑普拉斯接发球功力了得，因此，贝克尔在第二次发球时不得不加大力量，导致发球频繁出界。整场比赛下来，贝克尔的双发失误达到了15次之多。

4年后，贝克尔重返温布尔登，此番面临的对手是帕特里克·拉夫特（Patrick Rafter）。这次，贝克尔有意减小了发球力量，可最终连输3盘，告别了温布尔登。在之后的采访中，他说道：“为了保证球不出界，我有意减小一发的力度，但拉夫特的接发球也随之越来越好，这让我备感纠结。”

由于大脑难以立即而准确地执行马格纳斯通过复杂的数学计算研究得出的网球策略，人们往往会凭借感觉尽量击好每一个球，顶尖的网球选手在这方面当然胜人一筹。也许他们的心理素质较强，不像一般人那么容易受到情绪的干扰。尽管如此，也并不意味着他们就无懈可击，也不意味着他们能够从马格纳斯研究的策略中获益。

从职业上说，马格纳斯是位经济学家，但他同时也是位运动员。他认为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

网球比赛有相当大的经济学意义。温布尔登公开赛是一场盛大的经济学实验，以丰厚的奖金为赌注，选手们必须在不同的策略中做出抉择，并承担相应的风险。马格纳斯发现，即使是最顶尖的选手也未臻完美，至于排名靠后的选手，他们的打球策略更是一个不如一个。

马格纳斯的实验对我们研究公司策略有一定意义。套用他的研究结果，我们可以说，公司无论优劣，都难以制定并执行最优化、最理性的策略。既然最好的公司也无法采用最完美无缺的经营策略，更何况一般的公司呢？

话说回来，马格纳斯的计量经济学发现给网球运动员提供了改进打球策略的新思路。比如说，改进自己的接发球策略（职业选手非常有必要、也有能力改进接发球策略）。

> 数据显示，发球方占有很大的优势，而接球方很容易输掉比赛。倘若接球方一味求稳，那就几乎必输无疑，因为自己处于明显的劣势，因此，接球方不冒险就没有出路。反正都容易失败，不如去打那些成功率低而得分率高的球，注意回球多变，出奇制胜，目的直指破发。马格纳斯建议，将球回击到底线附近更容易得分。

这个策略有助于球员了解比赛局面的输赢概率。如果形势有利，那就可以稳中求胜；如果形势不利（比如自己是接球方而对手的实力又在自己之上），那就必须铤而走险。与此同时，你的内心仍然要保持沉着、冷静。马格纳斯以一种类似体育界和商界前辈的语气概括了网球和生活：**“谨慎行事并非时时都是安全之策。”**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五部分 05

如果你是金融机构的CEO

在金融危机中，华尔街的CEO们不停地增加风险投资，最终他们眼睁睁地看着自己的银行覆灭，留下了上万亿美元的烂摊子交给美国人民收拾。但值得注意的是，我们仍然看到少数CEO处变不惊，他们将自己的金融机构管理得井井有条。相比其他CEO，这部分人是成功的，他们成功的秘诀何在？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 21 章

顽固不化的 CEO

CEO 是个异于常人的群体。在美国，一位 CEO 的平均薪金是一个工人平均薪金的 344 倍。

30 年前，CEO 的薪金仅为员工薪水的 30 倍。通用公司的前 CEO 杰克·韦尔奇在办理离婚手续的过程中，人们发现他除了领取数百万美元的养老金以外，还享有通用公司私家飞机的使用权，此外，通用公司还出钱每天将一束鲜花送达他在曼哈顿的公寓。此事一经披露，韦尔奇就表示将自己掏腰包购买鲜花。

关于 CEO 行为的透彻研究是行为经济学的新分支。该研究通过观察公司的战略和盈利，辨别 CEO 在公司兴衰中扮演的角色。研究发现，CEO 的大多行为是有章可循的。在某些特定的问题上,CEO 同样难免有缺憾和弱点，即便是商界的偶像级人物也不例外。这点在华尔街表现得尤为明显。多年来，华尔街的 CEO 们不停地增加风险投资，最终导致金融危机爆发，他们眼睁

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

睁地看着自己的银行覆灭，留下上万亿美元的烂摊子交给全体美国人民收拾。值得注意的是，在危机中，尽管整个投资银行业元气大伤，但我们仍然看到少数 CEO 处变不惊，将自己的金融机构管理得井井有条。相比其他 CEO，这部分人是成功的，那么，他们成功的秘诀何在？

研究 CEO 行为的经济学新领域得出的主要结论其实很简单。

> CEO 时常标榜自己是变革的动力，可实际上，他们在变革中起不到什么作用。CEO 缺乏灵活的战略思维，在任何事上都是如此。他们的办事风格我行我素，不会过多考虑市场的情况和需求。他们大多凭经验办事，一些 CEO 沦为经验的牺牲品，因为他们思路僵化，不能接受新观点。也许这能解释为何华尔街 CEO 在危机后难以接受盛世不再的事实，许多高管仍然在为自己发放高额奖金，仍然在装修美化自己的办公室，仿佛金融危机不曾发生过。

麻省理工学院的经济学家安托瓦内特·肖阿（Antoinette Schoar）通过统计数据对 CEO 的行为及其对公司业绩的影响做了细致入微的分析。肖阿发现，**公司谋求发展的进取程度，以及筹划发展的具体方法说到底还是个人决策：全是 CEO 一个人说了算**。另外，CEO 的行为也分为几类。

> 敢作敢为的 CEO 期盼公司迅速发展壮大，于是使用更多的杠杆效应（以借贷资金的办法增加收益），持有更少的现金，在发展策略上更注重外部并购而非内部研发。相反，保守谨慎的 CEO 更倾向于多持现金，少用杠杆，利用内部投资而非外部并购促进公司发展。

迥异的行事风格使公司业绩大相径庭。只要激进的 CEO 没有开展过多的公司并购，那么，他的公司的资产收益率通常要高于保守的 CEO。而这点恰恰是许多 CEO 战略的致命弱点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



为何安迪·格鲁夫要解雇自己

通常，CEO 都缺乏灵活的战略眼光，可英特尔公司前总裁安迪·格鲁夫（Andy Grove）绝对是个例外。如今，英特尔是计算机行业的领先制造商，世界 80% 的个人电脑使用的都是英特尔公司生产的微处理器。

今日的成功来之不易，20 世纪 80 年代中期，公司面临来自日本芯片生产商的残酷竞争，英特尔的生存危在旦夕。在这个紧要关头，英特尔迫切需要自我革新，转向新的战略方向。这时，英特尔创始人格鲁夫挺身而出，做出了一个极为艰难的决策：解聘当时的 CEO，也就是他本人。后来，他又聘请了新的 CEO，还是他自己。

格鲁夫记录道："英特尔公司到了一个战略转型点。什么是战略转型点？它指的是公司运营逐渐出现中断的情况，当公司难以像往常一样顺利运营时，如果不加以整顿、做出转变，整个公司就会陷入困境。"他自己的离任与再次上任就是帮助公司摆脱困境的一种转变，事实证明，这招很奏效。公司放弃了存储器芯片市场，集中资源发展微处理器。正是因为这次生死攸关的转折，英特尔公司最终得以独霸利润丰厚的微处理器市场。现在，大多数计算机都贴有"内置英特尔处理器"的标签。

我问肖阿，为什么他要研究 CEO 的行为，这种研究对业内外人士有何意义。与我为撰写本书而采访的许多研究者一样，肖阿表示自己不愿硬被划分成行为经济学家。然而，她的确借用了行为学的工具来分析 CEO。肖阿说：

我想，有句话能恰如其分地描述 CEO 的诸多行为，那就是："拎榔头的人看任何问题都像钉子。"许多调任的 CEO 在新公司的经营

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方法与其在老东家的经营方法如出一辙。他们依然使用同样程度的金融杠杆，依然采用原本或激进或保守的行事风格。

正因为如此，我们才说CEO的战略思维及其给公司业绩带来的影响在很大程度上是可以预测的。擅长扭转公司业绩的CEO会继续推进公司改革，善于削减公司成本的CEO会继续降低成本。更有趣的是，肖阿的研究还得出了哪种风格的CEO可能失败、哪种风格的CEO更易成功的结论，我们发现，**多数情况下，偏爱并购、促进公司多样化发展的激进CEO往往不能给公司带来长久的利益。**

然而，这样的CEO在市场上却很抢手。为什么公司董事会要聘用这样的CEO？董事会怎么会犯这样的错误？作为公司的领袖，CEO必定历经千锤百炼，为什么他们不主动适应新的情况呢？CEO怎么会如此不理智？肖阿说："这很令人费解，似乎人和人的决策是根深蒂固、无法改变的。我们以为自己有能力做出改变，却总避免不了重蹈覆辙。"

话及此处，我们又触及到了社会学层面。CEO和普通人一样，也是靠生活的点点滴滴磨炼出来的。**早期事业的发展会给他们带来长久的影响。**肖阿说：

> 我发现，后来成为CEO的人在初涉职场时，公司是处于衰败期还是兴盛期对他职业生涯的发展尤为关键。如果当时公司处于衰败期，当他成为CEO后，他倾向于更加保守，较少使用金融杠杆，较少收购其他公司。

相反，如果当时公司处于兴盛期，之后成长起来的CEO会采取更为激进的行事风格。

职场起点同样也决定未来CEO的晋升道路是否一帆风顺。肖阿的研究发现，在公司衰败期踏入职场的未来CEO的晋升道路很不平坦。这部分人通常是长年待在一家公司里，依靠内部提拔缓缓上升到CEO的位置。而对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在公司兴盛时期开始职业生涯的未来CEO来说，他们的晋升之路迅速而平坦。肖阿的数据显示，要是职场生涯始于几家特定的公司，日后更易平步青云：通用公司和美林公司就是事业极佳的起步点。

这是一系列令人惊诧的发现。我们知道人有长幼之别，但却忽略了公司也有兴衰之分。另外，肖阿的研究揭露了公司运行中出现的不理性现象。肖阿说：

> 公司没有注意到，或是没能准确区分环境因素和CEO个人能力的关系。当公司处于低落期，业绩增长缓慢，每个员工似乎都表现平平。在这种情况下，你能止住营业额下滑势头就算大功一件；相反，当公司处于兴盛期，即便你管理不善，公司营业额仍可能翻番。而且，处于兴盛期的公司愿意提供更多的晋升机会，其他公司也更愿意聘用这样的管理人才。这些都是公司的不理智行为。

公司董事会也没有充分认识到这种行为的问题。他们新聘用的CEO除了故技重施，拿不出管理公司的新办法。结果，董事会错愕地发现，聘来的人除了削减成本或兼并、收购之外别无所长。我们以日光公司（Sunbeam）前总裁阿尔·邓拉普（Al Dunlap）为例。

■ 邓拉普是位著名的CEO，外号“肢解大使”，他有一个特点，就是进行大刀阔斧的裁员以削减公司运营成本。在入主日光公司以前，邓拉普大胆的经营方式屡试不爽。在斯科特纸业（Scott Paper）担任CEO期间，邓拉普成功地使公司股价在18个月内上涨超过200%。

调任日光公司以后，邓拉普故技重施，大肆裁员，试图解雇公司半数雇员。他怂恿公司管理层大胆裁员，绝不手软。可这一次邓拉普降低成本的策略没有奏效，他的改革以日光公司股票暴跌而告终。邓拉普的管理风格与日光公司的企业文化发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生了冲突。削减成本的策略使公司陷入困境，导致公司股价暴跌，也把邓拉普逼到了绝境：最终，他被公司炒了鱿鱼。

肖阿的研究表明事业的发展前景取决于入行时机，这多少有点打击我们的积极性。同样，她的研究还表明CEO的战略意识是多么的顽固不化，正可谓“江山易改,本性难移”。这个观点与脱口秀天后奥普拉·温弗瑞（Oprah Winfrey）经常聊到的自我奋斗的故事完全相反。这些故事传达的完全是另一种信息——人人都可以改变，而且改变是件好事。也许，能坐上CEO的位置已算功成名就，他们认为需要改变的不是自己，而是他人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第22章

妄自尊大的CEO

过度自信是CEO的又一个缺点。说得好听点儿，叫“过度自信”；说得难听点儿，其实就是“极度自满”。照理说，一个人能当上CEO，他一生中必定经历过数不清的成功。那么，CEO肯定认为自己总是战无不胜、攻无不克的。而一旦这种自满情绪招致失败，付出代价的不是CEO本人，而是他的公司和广大投资者。

这番心理学解释有助于我们理解为什么CEO普遍都有“并购冲动”。我们有详尽的证据表明企业并购对收购公司一方而言并非喜讯，而是噩耗。**企业并购以后，收购公司通常呈负增长，反常的负增长。这给股东利益造成了毁灭性的损害。**20世纪八九十年代，由于企业并购导致公司股票下跌进而给投资者造成的损失高达2 200亿美元，这等企业劫难仅次于2007—2009年的金融危机。由于并购而导致公司破产或业绩下滑的例子举不胜举，比如，美国在线与时代华纳、斯普林特与纳克斯泰尔、阿尔卡特与朗讯、戴姆勒-奔驰与克莱斯勒等。戴姆勒-奔驰与克莱斯勒的联姻尤为失败，两家公司最终分道扬镳。在金融危机最为肆虐的2008年秋天，企业取消的并购交易额与

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个时期实际达成的并购交易额相差无几。

并购极易给收购公司的股价造成打击，人们可以利用这点进行逆向投资，比如对冲基金和一些共同基金就经常这么做。不信可以试试，下次再听到企业合并的消息，你可以把收购公司的股价做一番跟踪记录。你会发现，通常股价都是下跌。收购公司进行并购之后的不佳表现非常符合行为经济学家经常使用的一个术语：**赢家诅咒**。这个词指的是并购或拍卖投标中的胜者最终并没有收到预期效果的假赢现象。

连环并购手

以并购的方式追求企业发展可能给公司和CEO带来麻烦。埃克·菲弗尔（Eckhard Pfeiffer）这个名字也许早被大众所遗忘。虽然已经淡出公众的视线，但菲弗尔也曾有过风光的时候，他是康柏电脑公司的前CEO。担任总裁期间，他的目标是把康柏公司打造成全球第一的电脑生产商，他所采用的方法就是并购——他用80亿美元收购了数字设备公司（Digital Equipment Corp）。收购之后，公司运营陷入泥潭。菲弗尔将问题归咎于竞争对手IBM，认为IBM采用降价策略打击康柏公司。《财富》杂志言辞尖锐地批评了菲弗尔及其战略眼光，指出“如果把原因归咎于IBM的降价政策，那为什么其他电脑生产商没有受影响”。最终，菲弗尔被康柏解雇，不过为时已晚，康柏公司被迫与惠普公司合并。主导这次合并的，是另一位激进的并购策略者，惠普CEO卡莉·费奥莉娜（Carly Fiorina）。费奥莉娜不久也被解雇，因为她推行的公司战略没能奏效。

并购少有成功的案例，但CEO仍坚持采用并购策略，不得不让我们又回到CEO自以为是的话题上来。倘若我们以冷眼旁观的态度看待这个问题，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其实它很有意思，也很令人费解。加利福尼亚行为经济学家乌尔丽克·马尔门迪尔（Ulrike Malmendier）写道："我们用'愚蠢'或是'低能'来形容那些总是采取并购策略又总是失败的CEO们一点也不为过。"

马尔门迪尔本人并不认为是CEO的愚蠢才导致并购失败。通过设计巧妙的行为经济学研究，她发现许多并购案背后隐藏的心理因素是：CEO过于自信。她还发现，在很多场合下，那些发起并购的CEO都有相当明显的自负表现。他们通常高估公司并购之后的收益，即便眼前一切证据都表明新组建的公司难以盈利。他们总是觉得市场低估了自己的公司，因此不愿意发行股票或是找银行贷款，而更偏爱内部现金流转。

> 判断一个CEO是否倾向于实施并购，最有效的方法就是看他的个人投资决策。过分自信的CEO喜欢持有手头的经理股票期权，不愿意使自己的投资多样化（任何金融顾问都会提出投资多样化的建议）。换句话说，这些CEO对自己公司的未来业绩过分乐观。他们丝毫不顾忌这种想法是否现实，肆无忌惮地扩大并购规模。结果，华尔街投资银行覆灭之时，CEO们都难以承认自己的公司垮台的事实。

马尔门迪尔这样解释道："假如你是公司内部人士，你会觉得CEO持有期权和大量公司股票的原因是他们了解相关内幕消息。于是，所有持有公司股票的人都不愿出手，可事实不是这样。"CEO之所以持有公司股票而不出手，是因为他过于自信。如果说企业合并通常收益不佳的话，那由这些自负的CEO主导的企业合并所带来的收益更是糟糕到极点。马尔门迪尔接着说："自负的CEO总是在公司内部资源很充裕的情况下进行低质量的收购，这极大地损害了股东的利益。"大约有15%的CEO都属于这类骄傲自负的人。因此，谨慎的投资者有必要知道自己投资的公司是否由这样的CEO掌舵。其方法就是，跟踪了解CEO的个人投资决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，多数 CEO 原本手头就持有大量的公司股票，而且，公司很多时候也把股票作为薪酬发给 CEO。这时，投资者去跟踪了解 CEO 的个人投资决策就难以得到有效的信息。马尔门迪尔采用了一种更为准确的方法：主要研究 CEO 持有的未兑现的期权。如果期权到期（通常是 10 年），CEO 仍然持有的话，多半就是过分乐观的心态在作祟。传统的金融理论认为，投资自己的公司是对公司业绩自信的表现。而行为经济学的观点是，**如果觉得自己公司的股票有望上涨而大量投资、推迟兑换期权，这种做法只能说明投资人过度自信。**

大腕 CEO

自负、傲慢、我行我素，这些是多数 CEO 的策略性行为。此外，CEO 还有一个特殊类别，那就是巨星 CEO。这些 CEO 时常出现在脱口秀节目或商业杂志封面上；达沃斯世界经济论坛总少不了他们的身影；他们关心全球碳排放胜过关心自己公司当前的状况。他们绝对算是心怀天下的世界公民，可他们是不是对自己的企业有益呢？这种明星 CEO 对公司而言有多大的价值呢？

当然，不光商界有超级明星，其他领域也不乏明星大腕。我们可以观察一下其他明星的长期表现。人们普遍觉得，一旦明星被誉为“超级巨星”，似乎他的星途也就走到了尽头，等待他的，无外乎失败与失意。有一个词，叫“体育画报煞”，指的是要是哪位明星登上了《体育画报》（*Sports Illustrated*）封面之后，就免不了遭受挫折和痛苦。在电影界，获得奥斯卡金像奖的演员似乎总在第二年无戏可演；学术界也有“诺贝尔奖弊”的说法，在获得诺贝尔奖后（一般这时已经与第一任妻子离婚），学者们会周游世界

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

渡过之后的岁月。经济学泰斗保罗·萨缪尔森说："他们在全世界范围内宣扬道德规范、人类的未来、政治以及哲学。"但再也没有重要成果问世。

经济学家常以"头脑冷静"自诩，他们也许会辩解我们看到的这些巨星突然陨落的现象不过是种错觉，明星的"霉运"不过是均值回归，只是回复常态而已。

> 运动明星因为一年的优异表现而登上《体育画报》，之后，他恢复正常状态，所以较之前年，他表现平平；同样，诺贝尔奖得主也不可能年年都有伟大的科研成果。至于那些经常登上商业杂志封面的大腕CEO，风光数年之后，他们的管理水平回潮也是情有可原的。

事情没这么简单，实际情况也更糟。明星CEO表现欠佳的程度远远低于均值回归的水平，这给他们的股东带来了可怕的后果。马尔门迪尔经过统计后得出：获得商业杂志颁发的大奖（比如《福布斯》杂志评选的"最佳CEO"和《商业周刊》杂志评选的"最佳经理人"）的CEO在此后一年似乎必定倒霉。这部分CEO的公司股价在今后一年平均下跌了60%。为了更准确地说明问题，马尔门迪尔还研究了另外一部分CEO。这些CEO最初也有望获得商业杂志的大奖，不过最终还是没能赢得殊荣，失去了一炮而红的机会。虽然他们公司的股价也在普遍下跌，不过相比之下没那么厉害，平均下跌仅45%。同样值得注意的是，在公司股价下跌、股东利益受损的情况下，这些明星CEO却获得了加薪，以与他们日益上升的公众地位相匹配。

要想解开CEO一跃而红后便气数用尽的谜团非常困难。也许是因为他们总是自以为是，对他人的意见置若罔闻。但马尔门迪尔提供了另一种可能性：**过多的事务分散了他们的精力**。一旦成为明星CEO，他们的时间就不再只是经营公司，而是被各种各样的琐事分割占据了：接受媒体采访、上脱口秀节目、跑遍世界做专题演讲，有时还受到某些著名机构的邀请担任名誉董

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事会成员。明星 CEO 的高尔夫差点通常都很优秀（与其他不出名的 CEO 相比，两者差点比是 14.29∶15.46）。马尔门迪尔在研究报告中写道："许多明星 CEO 都会把不少时间花费在高尔夫球场上，而股东却宁愿他们把这部分时间用在管理公司上。"

最后，**明星 CEO 还爱写书立著，而且有不少人是在担任 CEO 期间写的。**虽然书的内容各异，不过主题却很一致：我是如何成功的。他们的套路也差不太多，比如回顾童年的艰难，自己怎样战胜逆境并最终取得成就等。马尔门迪尔发现，出书的明星 CEO 是一般 CEO 的三倍，而且，获得的奖项越多，CEO 写做出版的书也就越多。当阿尔·邓拉普被日光公司解雇时，他正在忙着推销自己的新书《商海无情》（*Mean Business*）。"家政女王"玛莎·斯图尔特（Martha Stewart）出书的时机更是尴尬。虽说她的成功部分得益于著书立作，但在她的新书《玛莎原则》（*The Martha Rules*）中，她没有像以往一样继续提供烹饪建议，而是选择了提供商业建议。本书出版之时，恰逢玛莎出狱。我的建议是：下次再见到在任 CEO 撰写的商业畅销书，阅读无妨，但切勿购买他公司的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 23 章

解雇滥竽充数的CEO

天下没有不散的筵席，CEO 对这句话必定感同身受。任何 CEO 都有被解雇的一天：有些 CEO 下台算是罪有应得，有些 CEO 下台实属时运不济，有些该下台的 CEO 却仍身处高位、逍遥自在。尽管具体情况各不相同，但各个公司 CEO 变动的原因肯定大同小异。

斯坦福大学金融学教授德克·詹特（Dirk Jenter）承担起了研究 CEO 变动的工作，他得出的结论不足为奇：**经济困难时期，CEO 换人的情况会加倍出现，并且公司做出的换人决定有理有据**。当经济总体形势欠佳时，公司业绩下滑、股东利益受损都能成为公司将 CEO 扫地出门的理由。

反过来，经济形势良好之时情况又会如何呢？詹特发现，**经济繁荣时期，CEO 不大可能被公司解雇，连表现糟糕的 CEO 也不例外**。这就是所谓的“水涨船高”吧。但很明显，这种情况不理想，也不公平。理性地讲，公司该炒掉那些滥竽充数的 CEO，因为他们的表现并不卓越，用人力资源管理学的术语来说，就是没有“超越预期”，尽管如此，他们照样领取着公司支付的高薪。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以，公司不解雇这样的CEO才真正让人困惑，让人感到不公平。在整个行业欣欣向荣的形势下，自己公司的业绩相对低于其他公司，表现糟糕的CEO有什么理由继续领导公司呢？

公司董事会的运行方式是其中一个原因。詹特向我解释道，董事会的运作方式使其很难在经济繁荣时期将CEO逐出门外。他说：

> 经济良好时，其他公司业绩平均上升20%，即便自己公司的业绩仅上升15%，也不会被视为危机，董事会内部很难在股价未下跌、危机未出现的情况下炒CEO的鱿鱼。

此外，直觉也是造成董事会和投资者犯错的原因。从直觉上讲，我们无法辨别公司股价上涨是CEO个人的功劳，还是整个市场推动的结果。感觉告诉我们股价在上涨，但正式的分析则显示，假设换掉此时的CEO，股价上涨会更多，股东获利也会更多。经济繁荣时期，由于人们的危机意识不强，也未能客观分析CEO的实际表现，不少CEO因此获益，得以继续指点江山。很多公司在等到经济衰退、危机到来之时再解聘表现糟糕的CEO，不得不说为时已晚，詹特的建议是："即使经济形势良好，公司董事会仍然有清理门户的必要。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 24 章

用 CEO 的行为指导投资

沃伦·巴菲特曾说：**“优秀的 CEO 更热爱经营自己的公司，而不是参加企业圆桌会议，也不是在奥古斯塔国家球场打高尔夫。”**投资者需要擦亮眼睛，辨别自己投资的公司聘用的是这样的 CEO，还是那些著书立说宣扬自己如何成功的 CEO。要是哪个公司的 CEO 暴露出破绽，投资者最好卖空该公司的股票。CEO 的破绽体现在：采取过多的并购，将大量的时间用在写书和打高尔夫球上，以及持有过多的到期期权（表明他们的自负已经达到无法谨慎理财的地步）。

马尔门迪尔建议，谨慎的投资者应该参加公司年会，确保明星 CEO 无法为所欲为，投资者应该向 CEO 传递一个信息，那就是：公司业绩胜过个人声誉。很明显，良好的公司治理至关重要。公司治理必须依靠独立的董事会成员共同出谋划策，杜绝 CEO 的“裙带关系”或大型机构股东的单方主宰。**管理良好的公司总是能够有效地制约明星 CEO，使他们把精力放在公司经营上。**同时，即便在经济繁荣时期，这些公司也保持了对表现欠佳的 CEO 的压力，促使他们尽心工作。**无论经济形势是好是坏，CEO 们都无法**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

灵活地针对新形势改变个人战略，所以，公司董事会首先必须选对人，聘用一位真材实料的CEO。

从深层次说来，**关于CEO的分析表明，仅靠经济激励规范CEO的行为有一定的局限性。**虽说这个观点有悖于经济学理论，但显而易见，影响我们决策的因素远非经济激励那么简单。制定“激励机制”是防止CEO和其他高管经营失败的传统做法。

> 该理念认为，公司在发展顺利时给予CEO奖励，这样，CEO内心的贪念和理性会促使他们采取正确的决策，以便进一步增加自己的薪酬，同时这也有利于公司股价上涨。在这个过程中，他们不会遭遇个人利益与公司利益孰先孰后的抉择，因为激励机制是解决这个难题的双赢办法。

这种过于简化的理念在公司经营中被奉为真理，并且迅速传播到了医疗等其他行业。该理念将盈利视为大多数行为背后的主要动机，任何事情都被经济决定论简单地归划为“一切向钱看”。

然而，生活要复杂得多，人的行为也要复杂得多，CEO的表现就是一个例证。倘若你都不清楚何谓正确的行为，那么，你给CEO们加薪，让他们自行其道，恐怕最终解决不了任何问题。自负的CEO深信，自己主导大量企业并购既最大程度地满足了股东的利益，又提升了自己的价值。不能随机应变的CEO如果采取的是错误的战略，比如说削减成本，这时，公司再给他们加薪激励，他们会更加卖命地实施这种对公司有害的策略，因为他们深信它行之有效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 25 章

那些华尔街的罪魁祸首

妄自尊大在希腊文化中被视为最深重的罪孽，它比单纯的贪婪更足以解释华尔街 CEO 的行为。另外，名声过大与行事僵化也是影响 CEO 行为的通病。华尔街 CEO 们的惨淡结局像极了希腊悲剧所描述的灾难，名声如雷贯耳、薪酬惊世骇俗的 CEO 们无论如何也想不到自己会走到这一步。

金融危机来袭之时，我们看到公司的激励政策对规范 CEO 的行为难有实际成效。就拿贝尔斯登公司前 CEO 詹姆斯·凯恩（James Cayne）来说，无论从经济动机还是个人动机出发，凯恩都有义不容辞的责任促进贝尔斯登繁荣发展。要是他手下的交易员干出不利于公司的事还情有可原。比如说，他们可能孤注一掷地采取某种投资策略，如若成功，便为公司立下大功一件，升职加薪自不用说；倘若失败，公司损失惨重，而自己则只要寻找新的东家，无需什么惩罚。但是凯恩与交易员们面临的情况大不一样，他拥有大量的贝尔斯登股票，他的利益与公司紧密地联系在一起。

他曾经一度身家达到 10 亿美元，在《福布斯》前 400 名最富

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有的美国人排行榜上位居第384。贝尔斯登公司覆灭之后，他的财富急剧缩水，降至6 100万美元。这时的他急需资金，因为他刚在纽约广场饭店（Plaza Hotel）购买了一处价值2 000万美元的新居。

尽管面临如此严峻的经济状况，但危机中的凯恩似乎依旧我行我素。桥牌、高尔夫，他样样都不落下。每周四下午，他都会乘直升飞机前往新泽西州的一家高尔夫俱乐部。他也曾到中国寻求融资拯救贝尔斯登，但当客户纷纷弃贝尔斯登而去时，凯恩却在底特律参加一场桥牌锦标赛（之后，凯恩透露，他的行为与自己健康状况的恶化或多或少有点关系。最近，他因患有严重的前列腺感染在医院接受治疗）。面对人们的指责，凯恩没有回避，他对《福布斯》杂志说：

> 我没有及时让公司止步，我没有控制金融杠杆的使用力度。我已沦为众矢之的，而且我的健康状况也日趋恶化。为公司拼了老命却不知道会得到什么后果，这个滋味可不好受。

说到由于CEO狂妄自大而导致公司破产的事例，就不得不提到雷曼兄弟公司的理查德·福尔德(Richard Fuld)。在所有陷入危机的纽约投资银行中，雷曼兄弟是唯一一家实际破产的公司。一位福尔德的前任助理说：

> 导致雷曼覆灭的，不是贪婪，而是福尔德和他的自负。福尔德认为雷曼兄弟公司的价值远高于任何出价者所提供的价格。他没想过雷曼会破产，没想过自己在拿雷曼的全部身家下注，没想过是自己把公司逼上了绝路。这一切都是他始料未及的。

福尔德本人的经济利益与公司息息相关。他的大量薪酬都是公司以股票的形式支付的，他是拥有雷曼兄弟公司股份最多的个人。所以，从某种意义上说，他经营公司的同时也是在经营自己的财富。福尔德担任CEO期间，雷曼兄弟在抵押贷款上大获其利。公司上下沉浸在一片喜悦之中，丝毫没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意识到危机的临近。公司内部所做的幻灯片展示预测：未来房价只涨不跌，前景乐观。雷曼兄弟对此深信不疑，并且进一步收购了数家次级贷款公司。2004年，雷曼兄弟收购了BNC房贷公司，时隔3年，BNC经营惨淡，被迫倒闭。

危机之中的福尔德在干什么呢？他依旧自信得出奇，确切地说是自负。一位交易员曾这样评价他的性格：

> 福尔德固执己见，他任何时候都把自己的市场直觉放在第一位，而不优先考虑实际的市场趋势。举个例子，在谈到买卖复杂证券时，他不会考虑这个想法有多好，而是顽固地认为市场会按照他的设想发展。

交易员不得不完全按照他的意思办事。而且，这个交易员还认为，也许福尔德并不完全了解交易策略。结果，那次福尔德想要买进国债，交易员只得照办。

2008年春，雷曼兄弟公司举行员工大会，当时已经有迹象表明公司陷入困境，可福尔德却一如既往的傲慢自大。会上，福尔德一方面感谢老员工对公司做出的贡献，另一方面却暗示他们离开以后，公司发展得更好了。一位雷曼兄弟的老员工回忆道："福尔德太狂妄自大了，福尔德真够缺德。"

这些针对福尔德的评论也许我们可以置之不理，毕竟，员工总能找到各种各样的理由来抱怨上司。雷曼兄弟公司为了激励员工努力工作，鼓励（有时是逼迫）他们把薪酬以公司股票的形式存起来，这就意味着，大家都坐在一条船上，一损俱损，一荣俱荣。

了解福尔德以及他的性格、他的自负，有助于解释雷曼兄弟在濒临破产的前几个月所发生的一系列事件。信贷市场呈现不祥征兆之时（比如说贝尔斯登的覆灭），福尔德反应相当迟缓。雷曼兄弟公司持有大量的抵押贷款债券，但却仍然保持一副高姿态，自负地以为与危机绝缘，没有意识到公司在危机

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面前会有多么不堪一击。

2008年6月中旬，美国财政部敦促雷曼兄弟尽快寻找买家。雷曼对此既不情愿，也无能为力，而财政部拒绝担保两个潜在买家：巴克莱银行和美国银行。因为如果收购雷曼兄弟公司的话，两家银行都可能蒙受巨大的损失。但是，韩国发展银行（Korean Development Bank）仍然对雷曼产生了浓厚的收购兴趣。2008年9月底，雷曼已濒临破产的边缘，韩国发展银行总裁说："现在还无法预测与雷曼的谈判结果，因为双方无法在价格上达成一致。"

雷曼一方的一个人（此人没有直接参与谈判）是这样评价福尔德的行为的：

> 最后，傲慢自负害了他。当韩国发展银行有意愿向雷曼投资时，福尔德本应该欣然接受，但是自负的他坚信自己公司的价值比韩方的出价更高，双方在公司价值上无法达成一致。很快，雷曼最终变得一文不值。福尔德无论如何也不相信美国政府居然甘心看着雷曼倒掉。

除了与韩方的交易谈判破裂外，福尔德还高估了自己的政治资产。当贝尔斯登、房利美和房地美陷入困境之时，美国政府都伸出了援手。这也不难解释福尔德为什么会如此胸有成竹地认为美国政府最终将援助雷曼。可这次，福尔德这位完美的商人，却打错了如意算盘。公司破产当天，在雷曼兄弟纽约总部外面出现了这样一幅标语："老福，作茧自缚。"

雷曼兄弟破产立即引发了多米诺骨牌效应，股市暴跌，公司接二连三地倒下。美林证券公司本应成为第二个倒下的投资银行，然而，新上任的CEO约翰·塞恩（John Thain）阻止了这个惨剧的发生。

> 多年以来，美林一直紧随雷曼兄弟的脚步投资抵押贷款债券，处处效仿雷曼兄弟的投资战略。美林在美国收购了房贷公司——第一富兰克林（First Franklin），又在欧洲收购了一家贷款服务公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2006 年，美林的经营战略得到了回报，成为全球最大的债务抵押债券（CDO）承销商。2007 年，持有大量债务抵押债券的美林乱作一团。公司前 CEO 斯坦利·奥尼尔（Stanley O'Neal）在领到 1.61 亿美元的薪酬之后被公司解雇。

此后，来自纽约证券交易所的约翰·塞恩走马上任。他没有继续效仿雷曼的策略，而是火速卖掉不良资产并核销贷款呆账。当看到这一切行动还不能拯救美林时，他又果断做出卖掉美林的决定。2008 年 9 月 14 日，星期日，美林与美国银行达成接管交易，这时距雷曼破产不到 24 小时。

塞恩采取的行动如此果断、迅速，我不知道这是不是说明他没有前两位 CEO 自负。不过，在美国银行开始新工作后，他也表现出浮夸的迹象。塞恩花费了 100 万美元重金装修自己的新办公室，重置了价值 2.8 万美元的窗帘，8.7 万美元的地毯，以及 1 400 美元一只的垃圾桶。另外，从美国银行的角度看，塞恩撮合促成的接管交易糟糕透顶，不过，这至少使美林免遭灭顶之灾，为公司挽回了部分利益。

我认为，塞恩之所以能够帮助美林促成接管交易，其中一个原因是他与雷曼的福尔德和贝尔斯登的凯恩有根本的区别，那就是他对美林公司没有长期的感情积淀。福尔德和凯恩的整个职业生涯都献给了同一家公司，而反观塞恩，他初来乍到，接手美林这副烂摊子，对公司既没有长久的感情，也没有过多的利益牵绊，所以，对他而言，做出出售美林的决定不会太难。

2008 年 10 月，理查德·福尔德因雷曼兄弟公司破产案赴国会接受审讯，他的言辞仍不失高调："随便发问吧，我有问必答。"事到临头，他的一只脚已经踏进了监狱，除了坦白交代之外还有什么别的选择吗？

在作证期间，福尔德三番五次地重申自己与公司利益息息相关。福尔德说：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 无论是高管还是员工，我们的利益都与公司的成败紧密联系在一起，我本人的长期经济利益也与其他所有股东一样，是完全趋同的。我比任何人都更期望雷曼经营成功。

这个事实毋庸置疑，不过仅凭这些尚不足以阻止雷曼覆灭。

本书第六部分，我们将讨论信贷危机，并将探讨银行 CEO 和其他诸多市场参与者在引发信贷危机的过程中所扮演的角色。贪婪是解释危机爆发的一个原因，但正如福尔德和凯恩的事例所揭示的那样，单纯的经济动机不能解释所有问题，心理因素的作用也不容忽视。市场及市场参与者的行为做不到完全理智。通过行为经济学的视角，我将对信贷危机的不同层面以及引发危机的泡沫进行一番全面的解析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六部分 06

迷信直觉的代价

金融泡沫和肥皂泡相似，状态极不稳定。市场只要出现价格上涨的局面，投资者必定趋之若鹜，推动价格循环飙升。这会给人一种错觉，似乎价格将只涨不跌。到后来，当价格被投资者推涨到难以维系的程度时，金融泡沫顿时破裂，残留下一片狼藉的金融灰烬。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 26 章

泡沫就是这样产生的

金融泡沫和肥皂泡沫相似，状态极不稳定。而且，金融泡沫的成因通常不甚明了，但是，市场只要出现价格上涨的局面，投资者必定趋之若鹜，这样又推动了价格进一步上涨。如此循环飙升的价格给人一种错觉，似乎价格将只涨不跌。到后来，当价格被投资者推涨到难以维系的程度时，金融泡沫顿时破裂，留下一片狼藉的金融灰烬。

实验经济学可以在实验室中轻易地制造或复制金融泡沫。和心理学一样，如今的经济学也使用实验来检测和分析基本的经济原理。在这种实验中，以小组为单位的交易者在实验室模拟的市场环境中买卖金融资产，他们的交易行为可以帮助经济学家了解市场是如何运行的。通过这样的实验，经济学家能够非常准确和明晰地看到并预测供求法则对价格的影响。在一些特定条件下，金融泡沫也会在实验中出现，这时，经济学家便能洞悉泡沫的成因，并观察泡沫破裂瞬间的状态。

加利福尼亚理工学院实验经济学家查理·普罗特（Charlie Plott）的工作就是制造并分析金融泡沫。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

普罗特在俄克拉何马州长大，他的家庭是美国南方的名门望族。北卡罗来纳州的官方名犬——普罗特猎犬，就得名于查理·普罗特的祖辈。普罗特具有朴实包容的乡村气质，这在经济学家中实属罕见。不过，他的研究可一点儿也不简单。

他的实验室里摆满了由电脑联接的交易显示屏，交易者们就在这样的实验室中买卖金融资产。看着交易者大汗淋漓的样子，还真以为他们是职业交易员，而实际上，他们都是大学本科生。他们是冲着赚钱的机会来参与实验的。众所周知，实实在在的经济激励对实验控制得当与否至关重要。如果实验参与者在交易中获利，实验结束后，他们就能获得真正的现金奖励，普罗特说："奖励数额绝对能让参与者为之倾心。"相反，如果参与者在交易中失败，他们就只能两手空空地离开实验室。实验期间，普罗特对市场行为的变化进行分析，并绘出相应的价格变动。普罗特向我解释道：

市场信息是以"出价"和"叫价"的形式呈现出来的（出价是指买方愿意买入资产的价格，叫价是指卖方愿意卖出资产的价格）。一旦市场内幕人士得知利好消息，他们便会展开激烈的竞争，不断买进资产，赚取买卖差价。如果已被少数人占得先机，那要避免落后于大多数人的唯一方法就是出价再高一点儿。如果当前最高出价是 100 美元，那自己就出价 101 美元。

掌握有利消息的内幕人士为抢得先机展开激烈的争夺，推动了价格上升。整个市场对价格上升有目共睹，其中也包括那些不能掌握第一手信息的投资者。市场期望便如此逐步建立起来。当看到市场欣欣向荣，价格节节攀升的局面，人们前仆后继，竞相投资，于是，价格扶摇直上。但这不是泡沫。普罗特解释道："这种人们竞相投资的现象有时也称做'羊群效应'，该行为几乎总是正确的。"内幕人士掌握利好消息通常不会有假，因为他们也在疯狂地加大投资。换句话说，新价格的出现反映了市场基本面的变化。由于交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者的投资行为使资产价格发生了变动，整个市场也就因此洞察到了他们所掌握的利好消息。在这个过程中，市场对利好消息产生反应，最后将其吸纳。

而市场泡沫与之不同。普罗特说："出现泡沫的情况是，在不存在真实的利好消息时，一些人错误地进入市场首先发起了投资。"**他们向市场传递了错误的信号，让市场中的其他人误以为他们掌握了某种内部消息，于是人们纷纷跟风，导致价格偏离正常轨道。**普罗特说："这种泡沫的形成不难了解，其过程与市场协调失误有关。从传统经济学的角度来看，这很容易理解。"

市场泡沫在即将破裂的阶段独具特点。普罗特表示，**市场会在泡沫破裂之前发出不利的信号，尤其是买卖之间会出现极不平衡的状况。**在此之前，持续买进无可厚非，因为始终不缺愿意出更高的价格接手的下家，但到后来，人们开始意识到自己持续买进只是盲目的跟风，而非真正掌握了市场内部的利好消息。于是，买家开始丧失信心，不得不把目光转向市场，希望从市场找到答案。可市场并没有展现出任何利好消息的迹象，于是买家开始不安，不敢出价太高，并逐渐退出市场。这时出价与叫价的差距不断拉大，变得极不稳定。最终，泡沫破裂。

普罗特说："这种现象在餐厅中很常见。"当你为去哪家餐厅吃饭而犹豫不决时，观察哪家餐厅就餐的人最多是一个很好的办法。餐厅生意红火就意味着它做的菜好吃，但是，其他在餐厅用餐的客人是不是知道这个餐厅好才来光顾的以及他们的口味是不是和你一样，这些你无从知晓。普罗特说："这就是信息集结的方式。你观察并效仿别人的行为，在此期间，你假定别人的行为是理智的。"

市场泡沫就像一家饭菜糟糕却生意红火的餐厅，只要能吸引一群客人来餐厅就餐，更多的客人就会络绎不绝地涌进餐厅，直到最后有人承认这里的饭菜有多难吃。人们看到不少人在该餐厅用餐，认为他们必定觉得这里的饭菜很美味，于是纷至沓来，可实际上每一个人都是因为这样被吸引进来的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而没有人真正觉得这里的饭菜做得好吃，真正心知肚明的是餐厅本身。普罗特说：

> 正因为这样，一些餐厅会为早来的就餐者提供一瓶免费啤酒。它们把早到的客人安排在靠窗的位置，好让外面的人看见，让人觉得餐厅生意兴隆，以便吸引更多的客人进来用餐。这就是一种泡沫。

泡沫不仅可以用眼睛看，还可以用耳朵听。电子交易时代之前，股市交易都会伴随特有的声音。随着交易量增多，音量也会越发尖锐。在实验室中，普罗特通过选择声音配合出价和叫价，成功地制造了股市泡沫形成的声音。

> 每当交易员进行一次交易，就会出现“呼”的一声，而音调的高低代表价格的高低。音调高，则出价或叫价高；音调低，则出价或叫价低。随着泡沫逐渐形成，音调也相应发生变化。代表低出价的低音调愈加频繁，声音变得时断时续，预示着结局逐渐逼近。

新古典主义经济学家认为，尽管实验室或餐厅可以轻易地制造出泡沫，但这并不意味着金融市场泡沫的性质与之一样。他们还认为，金融市场的泡沫独具一格，不能与其他泡沫混为一谈，这种观点完全无视信贷与房地产泡沫、科技股泡沫、20 世纪 20 年代的股市泡沫以及荷兰郁金香泡沫的事实。

市场中信息的相互传递在技术上称为“信息集结”。主流经济学的观点认为，鉴于信息集结通常运转良好，并且产生的价值也很可观，所以，一旦信息集结碰到麻烦，就会尤为引人关注。人们通常认为市场上的信息集结常遭遇失败，但实际上不然。虽然竞争激烈的市场总不乏不理智的参与者，但他们一般还不足以使市场偏离正常轨道。一般而言，市场总是向稳定平衡的方向发展，就如飓风不会日日来袭、飞行的客机不会时时颠簸一样。泡沫的出现是多种因素共同导致的，仅凭一个简单的实验无法窥视泡沫形成的全貌。

我问普罗特，既然实验室能够模拟制造泡沫，那这是否有助于我们预测

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现实中泡沫的破灭呢？他指出，不少经济学家从一开始就否认泡沫的存在，就更别提预言泡沫破灭了。比方说，很多人认为（我个人不认同这个观点），美国房价飙升并不是因投机而导致的泡沫，而是市场在宽松信贷政策下的合理反应。

谈到洞察泡沫以及预测其破灭，普罗特警告道：

任何人都必须小心谨慎，我们对庞大而复杂的金融市场还知之甚少。尽管科学和实验能提供给我们一些信息，但却无法保证我们有能力解决市场中出现的问题。

这也是这些经济学实验给予投资者的重大启示，所以，投资者下次做交易前，务必反复思量：交易的理由何在？是自己掌握了利好信息，还是因为盲从他人，以为别人掌握了利好信息？市场上真的存在利好信息吗？

很明显，金融市场崩溃之前的数月，鲜有投资者思考此类问题。2008年年底，美国及全球金融市场已经难以维系正常运转，新古典主义经济学家主张的市场稳定性早已不见踪影。美国金融业与金融市场轰然坍塌，西方世界的银行业系统似乎寿终正寝了。

在危机爆发的前几年里，全世界金融呈现出一系列假象，体现在市场各个层面以及各类市场参与者中。

房地产投资商几近疯狂地转手房产，无止无休；金融服务业也出现了狂热的现象，利用房地产投资商获利，积攒起信贷泡沫，为日后的危机埋下了祸根；再加之监管者在市场逐渐疯狂之时未能及时悬崖勒马，导致房地产投资商与投资银行能够随心所欲地使用金融杠杆，这无形中也起了推波助澜的作用。

美联储前主席格林斯潘事后承认，自己先前执迷不悟，固执地以为市场参与者在追逐自我利益时必定会十分理智地规避风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接下来，我们来看一位地产投资者的事例，看看他在“理智地”追逐自我利益时，是如何在南佛罗里达州过热的房地产市场进行投资的。他的行为印证了普罗特的实验：他无休止地购买房产，自信不愁倒卖盈利，最后终于发现自己并没有掌握市场内幕信息。而他自始至终以来巴望的市场，到头来只不过在诱导他一步一步落入陷阱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 27 章

罗德岱堡的房市动荡

金融危机在 2008 年秋全面爆发前数月，关于次贷市场动荡的言论甚嚣尘上。而早在 2008 年春季，南佛罗里达州就提前感受到了次贷市场的震荡。在罗德岱堡（Lauderdale），当汽车驶出高速公路时，你立刻就能察觉到市场动荡的气息，在出站口旁一个破旧的标牌上写着："寻求投资者：房产按估价的 50% 出售。"这还仅仅是个开始。进入该城的主要街道——拉斯欧莱斯大道（Las Olas Boulevard）后，映入眼帘的景象更是萧条。在这条滨水街道上，几乎所有房屋和公寓都有一个旧得泛黄的标识：待售；抵押贷款经纪人的办公室也是大门紧闭，门上贴着"出租"的标识；就连教堂也是等待出售。

罗德岱堡市中心多是空置的大型公寓房。随着空置和被收回房屋的数量逐步攀升，剩下的住户不得不支付更高的资产持有税和飓风保险费，从而进一步加大了贷款违约的风险。环视四周，许多公寓房正在施工之中。南边的好莱坞遍地是密密麻麻的工地起重机；再远点，是迈阿密，那儿的公寓房更是数不胜数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在罗德岱堡市中心的河岸边坐落着该城的标志性建筑：斯特拉纳汉屋宅（the Stranahan House）。这座小白屋原先是个交易所，其修建者为罗德岱堡的商业先驱弗兰克·斯特拉纳汉（Frank Stranahan）。每一本罗德岱堡的旅游手册都会告诉你，斯特拉纳汉正是在这里打理生意、管理邮局以及监督首座市政府大楼的修建。然而，人们不愿谈起的是，斯特拉纳汉是自杀而亡的。经济大萧条之时，他不堪重负，跳入了房前的河里。

南佛罗里达的房产业历经兴衰起伏，甚至可以以时而门庭若市、时而门可罗雀来形容。市场低迷不过是种委婉的说法，其实就是市场大面积恐慌。市场低迷有多严重，是与之前几个月市场乐观情绪有多过分直接相关的。市场繁荣时期，为了争购房产，买家宁愿在楼盘外连夜排队，甚至安扎帐篷住在待售楼盘楼下。与当时的贪婪情绪形成鲜明对比的是，而今的市场一片恐慌。恐惧与贪婪就是一个硬币的正反两面，它们不仅存在于南佛罗里达的房地产市场，更扎根于我们的人性之中。

马修（Mathew）的故事彰显了人类的韧性，也暴露了人类的通病——过度自信。过度自信可以用来描述许多信念或想法，但对行为经济学家而言，它的意义没那么宽泛，要具体得多，指的就是投资者坚持认为过去的趋势会延续到将来。比方说，马修胸有成竹，坚信房价只会一涨再涨。

马修的故事还表明了其他一些事情，那就是变化的监管政策与按揭贷款行业政策助长了马修的自负情绪，撑大了他对承担风险的胃口。如果马修用他在房地产投资中使用的那种程度的杠杆来进行股票保证金交易的话，他就会发现这完全是违法的。

美联储的保证金要求严格地限制了利用信用购买的股票数量。根据美联储的规定，差额股票的最高贷款额度为50%。这项规定始于1974年，之后未曾更改，沿用至今。而在1934—1974年间，美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 联储根据市场的变化而调整保证金的高低，并将之作为打击市场过度投机的工具。至少在股票监管方面，美联储始终没敢忘记1929年的股市崩溃以及追加保证金在那时所扮演的作用。

我在罗德岱堡采访的这位私房房主马修经历过房市繁荣，我想通过他了解市场疯狂时期人们的心态。罗德岱堡的布罗沃德县与迈阿密的戴德县，以及拉斯维加斯和凤凰城都是美国次贷疯狂投机的中心地带。

他要求我以“马修”这个名字称呼他（我隐藏了他的真名，也剔除了其他可能暴露他身份的信息，不过，我们所谈的内容是未经删减或修改的）。他经常去教堂，而且只愿意在去教堂的这段时间接受我的采访。和许多人一样，房市崩溃后，他便成了一个虔诚的信徒。贝尔斯登的前CEO詹姆斯·凯恩在公司倒闭、损失9亿美元之后，也沉浸于宗教，希望从宗教信仰中获得慰藉、领悟人生。

> 马修住在西罗德岱堡的一个乡村俱乐部社区，这个社区有些年头了，它没有安全门，我可以直接驾车而入，途中除了蜿蜒盘曲的公路，就是公路边随处可见的挂有“待售”标识的房屋。在这个社区里，有些房屋的院子打理得很规整，有些却杂草丛生。马修的房子与众不同：房子四面被6米多高的树篱所包围。马修就坐在后院的躺椅上，旁边是游泳池和室外厨房。

马修55岁左右，待人既不热情，也不冷漠。他对我说的第一句话就是，他的后院大得可以打高尔夫。我想他是话里有话，一是炫耀他的后院足够大；二是想表明，以他的身份，并不是住乡村俱乐部的人，不过是来这儿消遣而已。后来，他吐露真言，他已经住不起豪宅了。他将身子往后靠了靠，享受着佛罗里达的阳光，给我讲起了他的投资故事，镇子上许多人也对他的投资故事津津乐道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“我总共买卖过45套房产，都是那种美国人梦想中的房子，大概232~650平米。我将我的业务称做‘耕耘’。这些房屋都离我不远，我从起床到抵达花不了几分钟。我最快两个月就能卖掉手里的房子，一套房可以使我赚六位数。”

起初，马修是与人合伙买房倒卖：“最初，我用的是别人的钱。不过后来我开始单干，用自己的钱。”说是自己的钱，其实指的是他从银行获得的按揭贷款，而他的贷款都使用杠杆：“我用按揭贷款买房，我出20%的钱，其余的钱银行出。”

马修的妻子曾警告他不要忘乎所以而大举借债，但是马修说：“我反驳妻子说：持有房产和把钱存在银行是一回事。强词夺理是我的强项，而且当时市场也发展得欣欣向荣。”

不光是投资者相信房价会只升不降，每天的报纸也在宣扬，随着婴儿潮一代人相继退休，南佛罗里达州的人口会不断增加，为房价上涨创造动力。事实上，危机来袭之时，布罗沃德县与戴德县的人口已经开始下降。

早在2005年，房地产市场就开始陷入衰退。当时的马修拥有12套房产，他成功卖出了5套，而剩余7套压在手上迟迟不能出手。同时，这些房产的按揭贷款仍然列在银行的资产负债表中。

马修实事求是地说：“刚刚开始时，市场交易摇摇欲坠，随后全盘崩溃。这么说吧，我已经连续18个月没有支付按揭贷款了，但银行并没有催我。”

因此，严格说来，马修并没有违约，只是“拖欠”而已。他也没有宣布破产——他的妻子有份工作，可以提供收入来源（我采访马修的那天他的妻子正在外工作，但马修不愿透露他妻子的工作地点）。他们已经不再属于乡村俱乐部，然而他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还是可以在那儿打高尔夫,在公用场地花 14 美元就可以打一轮。马修没有办信用卡，因为他如果真要破产的话，他不愿让银行为他埋单。他解释道:“我是非常虔诚的信徒。”

他接着说:“我做生意绝不会坑人。我与别人做交易都是追求双赢，没有人因为和我做生意而损失一分一毫，当然，除了现在的银行以外。我手头没有钱，不然我肯定会支付银行按揭贷款。我是个诚实守信的人，银行放心借款给我，觉得我是个风险很小的信用对象，我自己也这样认为。结果市场不争气，使大家陷入困境。”

我注意到游泳池的水非常浑浊，很明显，他很久都没有清洗泳池了，更没有在里面游过泳。

马修告诉我:“我将卷土重来，东山再起。我又不是只当过一次百万富翁，也不是第一次经历失败。我曾遇到过命悬一线而死里逃生的情况。我不知道市场最后会怎样发展，也许我会有幸再次成功。”

要是利用杠杆进行房地产交易的话，应该是畅通无阻的，而利用杠杆操作股票，你就需要投入 50% 的资金。在过去，银行只愿贷款给有偿付能力的人，然而，到了泡沫经济时期，一切都变样了。

其中一个变化是《社区再投资法》(*Community Reinvestment Act*)。

该法案于 1977 年开始实施，其目的是解决银行拒绝向贫穷社区贷款的现象，该法的制定将这种“经济歧视”视为非法。这个法律长期以来未受重视，很少使用，直到克林顿当局时期，政府对该法重新做了阐释，并开始积极推行。

现在，银行都必须证明它们积极地贷款给低收入人群，而这部分人群存款少、债务多，信用记录也是千疮百孔。由于法规约束，房利美和房地美必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

须购买大量这类贷款，作为“低收入家庭住房保障目标与子目标”的一部分。但是，政府的干预确实放松了按揭贷款的标准，可这只是部分原因，还不能完全解释马修这样的案例。更重要的是，按揭贷款行业不断发展壮大，都想从政策缺口中分得一杯羹，该行业发生了巨变，让人都认不出来了。

> 它不再关心借款人的信用质量，实际上，它似乎是“有贷必应”，完全没有限制。追逐新的贷款成了它的唯一目标。整个行业都认为找到了处理风险的方法：获取像按揭贷款这样流动性较差的资产，然后通过金融资产重整，将之变为可交易的证券。人们给这种当代版本的“炼金术”取了一个名字——证券化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 28 章

信贷风暴来袭

20世纪 70 年代晚期以前，大多数按揭贷款都是银行或是发行商的资产和责任。这意味着银行会实施最严格的承销标准并且极为关注贷款者的情况。银行也面临买房人的行为带来的风险，即便是有偿贷能力的买房人也不例外。主要的风险来自于贷款人可能提前偿清贷款：当利率下降时，贷款人偿清原来的贷款然后重新申请新的贷款。与当前的违约风险和没收房产的情景比起来，这种担忧实在有点近乎荒唐，尽管如此，提前偿清贷款还是会给银行带来很大的问题——**银行高收益的贷款如果被提前偿清，原本的高收益就会化为泡影**。虽然银行收回了贷款，但是在利率较低的情况下，发放新贷款的收益必定大不如前。

评级机构对证券化业务有强大的影响力。像标准普尔、惠誉国际（Fitch）或是穆迪公司（Moody's）这类的评级机构都是营利性质的机构，它们的业务包括评价债券和发布债券的公司，之后根据信誉度给出评级，比如说 AAA 或是 BB。随着债券型结构产品的不断涌现，评级机构扩大了业务范围，开始评价这些新的产品，这些机构将它们分析债券的专业知识和技能用在了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评价抵押贷款证券上。

正如路易斯·拉涅利（Louis Ranieri）曾经说过的那样："抵押贷款证券的创造与评级密切相关。"评级使得购买结构性产品的投资者知道他们投资的到底是什么货色。

通常，法律规定大规模养老基金只能投资AAA级的证券。同样，投资者购买高评级资产时，资本费用和准备金要求也相对较低；相反，要是投资者偏好高风险和高回报，就可以购买评级较低的证券。

银行创造抵押贷款证券，然后将其分割成具有不同评级的产品，以迎合不同市场的需要，这种不同的切分就是不同的"分级"。即便抵押贷款资产池总体上有一大堆问题，比方说提前还款风险高或是违约风险高，但银行可以将风险较少的一部分划为能够获得AAA评级的"优先级"。这样，希望购买AAA评级的投资者就可以投资这种产品；而中等一级的产品风险稍高，评级稍低，则可以满足另一部分投资者的喜好，最低一级的产品被定为"有毒废物"。

其实，证券化模式就够难懂的了，要是往下深讲的话，只会越来越复杂。

不同的"分级"可以组合成一种新的证券，通常称为债务抵押债券；而这种债券又能够以不同的方式被分割、切块；并且，不同的债务抵押债券也可以再次组合，成为"债务抵押债券的平方"。发行商要是担心欠款人违约的话，可以使用信用违约掉期（CDS）。而有时，CDS也被证券化并出售给希望投机信誉度的投资者。

证券化行业这么多复杂的名词，肯定已经把你弄得晕头转向了。要是还在该行业最初鲜为人知的时期，业内名词必定更让人摸不着头脑。我认为，将其名称复杂化是行业内部有意为之，要知道，使用晦涩难懂的专业名词向来是蒙蔽外行人的老把戏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在从事抵押贷款证券交易以前，路易斯·拉涅利的梦想是成为一位意大利厨师，后来他从大学辍学，最后进入了所罗门兄弟公司。拉涅利提出了一个想法，既能解决提前偿清贷款的问题，又能给本地银行和投资银行带来巨额利润。

> 他的想法是，将按揭贷款集成一个资金池，然后发行以之为基础的债券。正如将投资组合多样化可以降低风险一样，汇集所有按揭贷款也分散了银行的风险，于是便能降低一些房主提前偿清贷款所造成的损失。拉涅利将此过程称为“证券化”。他从标的资产中创造出了一种新的、可以交易的金融资产。理所当然，以抵押贷款资产池为基础构成的债券也因此被称为抵押贷款证券。

对本地银行来说，持有抵押贷款证券比持有单个抵押贷款更具优势：从资金池中创造出的这种债券可以出售给其他投资者。而且，本地银行的角色从抵押贷款的投资者和拥有者转变成了发起抵押贷款并提供相应服务的公司。

最后一点是证券化的魅力所在。之前，抵押贷款公司将多少抵押贷款列入资产负债表是受到限制的，而现在，限制被解除了。**证券化既增加了银行发起和服务贷款的能力（这也是利润的主要来源），又减小了银行为抵押贷款所承担的风险**。至于最终抵押贷款的借款人（比如说，马修）会出现什么状况，银行就不必多操这份心了，这是抵押贷款投资者的问题。

拉涅利在20世纪70年代始创的证券化行业盈利能力相当惊人。迈克尔·刘易斯（Michael Lewis）讲述华尔街内幕的20世纪80年代的畅销书《说谎者的扑克牌》（*Liar's Poker*）就对拉涅利的大获成功以及证券化的大行其道有过一番描写。拉涅利经常用这句话来向投资者兜售他的债券：“抵押贷款划算得让你牙齿发抖”。尽管在此次金融危机中抵押贷款经常被说成是一种新异的资产，但很明显，这种说法并不完全正确。

虽然被集合起来的抵押贷款非常复杂，但无论它的名称如何，其投资主

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

旨并不难理解。这种债券能够带来可观的回报，并且具有安全性，因为它是被集合起来的资产，于是分散了风险。另外，分级和信用违约掉期这类保险又使得它的安全性得到了进一步保障。

投资银行认为，证券化的产品精细而复杂，经过精心的金融整合和细致的结构调整，又有保险和外在评级的保障，所以佛罗里达的小房主（比如说，马修）出现的微不足道的问题跟证券化产品没有多大瓜葛。可事实并非如此。

21世纪，包括抵押贷款证券等在内的结构性产品成了美国最大的出口产品，在此期间的出售价值达到了27万亿美元，差不多是美国年度GDP的两倍。这一业绩令电影业、航空业或是军备制造业相形见绌，该行业也当之无愧地被人们看做是美国最大的主要出口行业。

证券化系统尽管听起来非常保险，但在其发展过程中也经历过几场严重的危机，第一场严重危机发生在20世纪90年代早期的南加利福尼亚。

当时，洛杉矶的房地产业出现崩溃。促发危机的原因并不是这一早期举世闻名的洛杉矶种族暴乱，因为房地产崩溃是在此之前出现的。其原因可能是经济衰退以及当时该地区美国军事基地的关闭。成千上万的屋主相继违约，担保这些按揭贷款的公司陷入财务窘境。但是，因为抵押贷款证券的基础是由全国集结的贷款，而这次房地产崩溃仅限于地区级别，整个国家范围内并不存在经济衰退，所以证券化本身应有的效果便彰显出来，集结的全国贷款有效地分散了风险，证券化系统抵挡住了危机的侵袭。此时，进行结构性变革毫无必要。

之后，1998年，长期资本管理公司（LTCM）经营受挫，濒临破产，许多金融资产的价格也大幅跳水。但是房地产行业未受影响，依然运转正常。依托于房地产的抵押贷款证券也因此在众多价格跳水的金融资产中成了最大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的赢家，市场上的资本纷纷奔向高质量的资产，众多投资者竞相争购抵押贷款债券。

到 21 世纪早期，抵押贷款证券似乎已经成了必购资产：不论是中国的银行、欧洲的银行，还是对冲基金，都热火朝天地参与其中。全球信贷宽松，流动性泛滥。美国金融服务业来者不拒，将送上门的资金统统吸纳。中国的存款接近本国 GDP 的一半，这部分资金需要寻求投资渠道，而结构性产品的收益高于美国国债，自然成为了最有吸引力的投资资产。

美联储在主席格林斯潘的领导下，维持了低利率政策。早在科技股崩溃时期，格林斯潘就采取了降低利率的对策，尽管后来房地产业展现了新的泡沫迹象，但美联储一直保持了该政策。格林斯潘称，中央银行不能在资产泡沫中“逆风而行”，这也成了格林斯潘的经典名言。因此，低息资金大量涌入房地产市场，最终渗透进了抵押贷款证券。

流动性泛滥同样也是证券化过程产生的结果。随着抵押贷款证券价值上涨，拥有这类资产的投资银行也是身价飙升。

> 由于所持的资产价值节节攀升，使得运用高杠杆策略银行的资产负债表更显强劲，这又使银行能够进一步扩展业务，购入更多的抵押贷款证券。频繁的购买推高了抵押贷款证券的价值，于是也就进一步增强了银行的资产负债表。经济学家将这种貌似无休止地的循环称为放大机制。

在看似一帆风顺的环境中，人们对评级机构的依赖一直是个缺陷。在证券评级过程中，为评级机构支付费用的是机构证券发行商（纽约投资银行），而非证券购买方。这样一来，发行商便可以在评级系统中游刃有余，选择最有利于他们的证券评级。而事实上他们的确也是这么做的。

> 假如一家评级机构不看好某个交易，发行商尽可以寻找下一家评级机构进行评估。发行商对评级机构挑三拣四，和在商场购物没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

什么区别。当然，这也就是说投资银行自己心知肚明，其获得的评级的公正性是有限的，但证券购买方却被蒙在鼓里。

购买方总是以为投资银行很精明，可事实并非如此。尽管投资银行对评级机构的工作知根知底，但在内部风险管理、投资和交易之时，它们却依然极大地依赖于评级机构给出的证券评级，大量持有债务抵押债券。

总体说来，信贷泡沫中评级机构的角色就和科技股泡沫时代华尔街股票分析师的角色差不多。表面上，两者的职责都是提供客观的投资建议，而根本上他们还是以盈利为目的。为了使自己免受指责，2007 年，格林斯潘转而声讨评级机构的行为："人们自以为知道自己在做什么，可他们错了。"

"证券化是项极佳的业务，自从它诞生以来多数时候都运转得非常好。人们不能忽略这个事实。"这是安德鲁·琼斯（Andrew Jones）的看法。他曾是一位律师，几乎整个职业生涯都奉献给了证券化行业。20 世纪 80 年代，初出茅庐的他成为一名华尔街律师，加入了凯威莱德国际律师事务所（Cadwalader Wickersham & Taft），这是一家致力于证券化行业的律师事务所，后来，琼斯担当起了一家评级机构的主管（他不愿让我透露该评级机构的名称）。他向我描述了他所经历的证券化行业陷入崩溃前最后几个月的情况：

起初，整个华尔街只顾达成交易。但是随着局势的变化，华尔街开始出现不确定性，虽然如此，人们仍没有意识到证券承销已经陷入了多么糟糕的境地。

琼斯所说的，正是 2005 年至 2006 年间抵押贷款经纪人肆无忌惮地提供贷款的情况，他们几乎有求必应，有贷必放，不断向抵押贷款机器输送原料。这个时期，也正是无个人信息审查贷款和"三无"贷款（即面向"无收入、无工作、无资产"借款人的贷款）大肆盛行的时期。

市场繁荣带来的心理影响也发生了转移。原本在南佛罗里达和拉斯维加斯的房地产投机商身上的狂热情绪，转而出现在了证券化系统里。**证券化系**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

统开始不顾一切地产生更多的抵押贷款，以便将其证券化并出售给投资者，甚至国外的投资者。经纪人将电影《股票分析员》（*Boiler Room*）作为培训材料分发给贷款官员，供他们自己研习。

抵押贷款借款人中混进了许多违约风险高、信用记录低的借款人。市场察觉到，无论借款人的信用问题有多么糟糕，标的资产价格的上涨也会对贷款起到保险作用。但是，如果标的资产价格下降甚至跌落谷底，抵押贷款借款人就碰到了麻烦。评级机构本应该大幅提高证券化交易的安全性，首先是因为借款人信用质量下降，其次是因为资产价格上涨得越高，就越可能出现下跌，可是，评级机构并没有这么做。

自从 20 世纪 30 年代经济大萧条之后，美国还没有经历过全国范围内的房地产市场衰退，其间只在一些地区出现过一些零零星星的房地产业下滑。就像定量模型所揭示的那样，从美国范围内集结起来的抵押贷款证券分散了风险。可这种复杂精细的模型却做不到面面俱到，它无法考虑到每一种可能性。如果市场灾难爆发，即使是 AAA 评级的证券也可能降为垃圾级别的债券，而分级较低的债券则会导致广大借款人竞相违约。琼斯说：

> 所有人都看不出问题所在，都觉得高枕无忧。房地产市场的问题暴露之前，所有人都心安理得地持有结构性产品。全国范围内的房市崩溃是难以想象的，它离我们太远了。没有一个人未雨绸缪，做好防护准备。

当抵押贷款证券被再次证券化组成债务抵押债券时，问题就被放大了许多倍。最初的债务抵押债券是由公司债券整合形成的；20 世纪 90 年代晚期，抵押贷款证券开始被整合成债务抵押债券，琼斯说：

> 评级机构一直以老眼光来看待这些新组合成的债务抵押债券，还觉得它们的基础是公司债券。他们以为 AAA 评级的结构性产品和 AAA 评级的公司债券是一回事。但事实并非如此。如果你持有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大把的公司债券，它们的违约风险是分散的；但假如你持有大把的抵押贷款证券，它们的违约风险就只是貌似分散而已。

它们的不同在于，公司证券的系统风险要远小于结构性产品。当纸牌生产商违约时，这并不意味着运动鞋制造商也会违约。要是纸杯蛋糕生产商破产，消防车制造商也可能丝毫不受影响。**公司债券违约的风险是广泛分散的。因此，持有不同行业、不同公司债券的投资组合要比持有单个公司债券的风险要小。**

与之相似，证券化行业认为，如果你将美国东南地区和东北地区的抵押债券集结在一起，由于区域差异，即便某个地区的房市陷入低迷，这种抵押贷款证券也可以带来类似的安全性。然而，如果整个国家的房主都出现违约，那这种风险就根本无从分散，抵押贷款证券将遭受同样的命运。在信贷繁荣期结束时，证券价格大幅跳水就说明了这一点。**暴跌的房价揭露了借款人真实的信用质量，而他们也纷纷开始违约，促使抵押贷款证券大幅下跌。**这让原本把债务抵押债券的整合基础看成是公司债券的机构措手不及，他们的模型并没有充分区分抵押贷款证券和公司债券在违约时可能出现的不同情况。

20 世纪 90 年代晚期，琼斯曾公开反对以抵押贷款整合的债务抵押债券的发展。2000 年，他不再为抵押贷款评级，因为他认为整个市场已经充满了泡沫，变得难以捉摸。琼斯离开了华尔街，成为全国著名的城市风景画画家。他从社会心理学的角度分析了为什么华尔街没有注意到系统风险的警告，他说：

华尔街向来喜欢压制反对者的声音，如果你说“我觉得这些交易行不通”，那你就会遭人排挤，面临下岗的危险。我这么说虽然尖刻，但却切合实际。

2006 年第二季度，美国房价达到顶峰，随后出现的房价下滑小得让人难以察觉。标准普尔与凯斯 - 希勒美国住房价格指数（Case-Shiller U.S. Home-Price Index）所跟踪的住房市场变化显示，当年第三季度的房价仅下跌 0.95%，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还不到 1%，这种跌幅是常人难以察觉的。可怕的是，这种下跌是美国全国性的，然而，证券化行业并没有对此做出反应，证券化模型从未设想过全国市场衰退可能造成的影响。相比之下，地区一级的情况要糟糕得多，罗德岱堡的房地产投机商马修在 2005 年后就难以再将手中的房产转手，因为当地市场由盛转衰了。

2007 年春，若干跟踪指数都反映出次级抵押贷款违约率的攀升势头。行为经济学家罗伯特·希勒（Robert Shiller）在纽约的一次会议上发出警告，房地产市场有升便有降，就连洛杉矶火热的房地产市场也不例外。对于他的演讲我的印象有点模糊了，不过我对当时听众的反应却还记得很清楚，会后，人们将希勒的言论称做“慢性抑郁症患者的幻想”和“希勒癫狂症”。

> 当时还有其他和希勒一样的警告者，但他们的言论都未得到人们的重视，其中包括国际货币基金组织（IMF）的经济学家格赫拉姆·拉扬（Raghuram Rajan），迪安·贝克尔（Dean Baker），甚至还有证券化的创始人——路易斯·拉涅利。2007 年 3 月，拉涅利告诉《华尔街日报》次贷市场问题是“风暴的中心”，他还说：“我们并不清楚借款人真实的收入情况，我们不清楚他们的房屋价值，这也就是我们中有些人感到如芒在背的原因。”

尽管如此，警告的声音仍然相当稀少，显得苍白无力。毕竟，房地产市场仅仅出现了微弱的下滑。大多数经济预测员担忧的是美元的潜在危机以及美国难以长久维系的贸易赤字。而此时，证券市场一片风平浪静，平静得让人惊异。公司债券和国债的价差处于历史地位，意味着信贷风险极小，要从这些迹象中洞察到危机需要极大的智慧。但是，要知道，信贷是循环发展的。一些与我交谈过的债券经理在那时就已经预见到，市场价值如此之高，此后必定酝酿着更深层次的危机。然而，没人说得清楚将会由什么来刺破信贷泡沫。诺贝尔奖得主哈里·马科维茨在向我描述这种最终会捅破泡沫的工具时说：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 如果你所持有的资产难以估值，它的价值仅仅依靠于诸多复杂因素的推测，一旦你将其杠杆化，即使是微小的漏洞也会带来致命的打击。通过杠杆，债务抵押债券摇身一变，成为了一把能置人于死地的尖刀。

哈里·马科维茨向我坦言他和大多数市场观察员一样，没有意识到这把“尖刀”是如此锋利，一个抵押贷款通过杠杆就可以翻100倍。2007年夏，越来越多的证据显示，全球的银行、对冲基金和养老金计划所争相购买的抵押贷款证券与评级机构和投资银行所承诺的相去甚远。

> 在美国之外的国家，一些问题已经浮出水面。德国工业银行（IKB）由于在抵押贷款证券上损失惨重，不得不由政府出面干预；法国巴黎银行（BNP Paribas）暂停了三只基金的赎回，后悔未能准确评估美国结构性产品的价值；美国次级抵押贷款机构——新世纪金融（New Century Financial）在4月宣布破产；随后不久，以信用记录良好的借款人为放贷目标的美国住房抵押公司（American Home Mortgage）也宣告破产；贝尔斯登花费了32亿美元拯救该公司深陷于次贷危机中的对冲基金；定量对冲基金也同样遇到了麻烦。

不过，此时问题似乎得到了控制，还未成为系统性的危机。可是，人们还未意识到，结构性金融体系是多么脆弱，以及杠杆化问题是多么严重。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 29 章

充满风险的银行挤兑

2007 年 9 月，大批投资者通过网络服务提取在北岩银行（Northern Rock）的存款，由于登录人数太多，北岩银行的网站服务器不堪负荷，导致储户无法登陆网站提取存款。投资者对北岩银行的清偿能力忧心忡忡，因为该银行持有美国次级抵押贷款。为了提取现金，凌晨 3 点，人们就在北岩银行各网点排起了长队，等待银行开门，众多储户不拿到钱誓不罢休。英格兰切尔滕纳姆市（Cheltenham）的一对夫妇想提取账户里的 100 万英镑，但银行经理告诉他们，由于没有事先预约，所以银行无法让他们提款。夫妇俩不肯离去，银行经理也不得脱身，最后，警方介入，事件才得以平息。北岩银行经历了英国 100 多年来的首次银行挤兑。照理说，这种现象本不应发生在发达的西方国家。

尽管无序的奔逃比有序的疏散造成更多的人员伤亡，但是一旦剧院起火，生还的人通常就是最先一批逃出来的人。同样，“当出现北岩银行这种典型的银行挤兑时，每一个人都希望最先挤到银行出纳员面前取款，或是最先登录到银行的网站。越早取款，才越有全额提款的可能。”普林斯顿大学的经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济学家马科斯·布鲁那米尔（Markus Brunnermeier）如是说。

布鲁那米尔研究的是银行的流动性和金融泡沫等问题。**虽然潜在泡沫的起因源于人们疯狂的投资心理，然而泡沫逐渐发展的原因却不是因为人们的不理性，而是因为人们过于理性。**金融系统缺乏流动性，将许多人拉入泥淖。2008 年，金融系统出现了空前的大恐慌，投资者的高涨情绪推动房地产业和信贷市场泡沫高起，金融系统最终轰然倒坍。在这种情况下，银行挤兑实属人们的理性反应。

布鲁那米尔认为，2008 年华尔街出现的一系列事件，包括贝尔斯登和雷曼兄弟覆灭，就是典型的银行挤兑。只不过这一次银行挤兑发生在了投资银行身上，而挤兑银行的则是短期资本经营者。

连环死亡的银行

随着越来越多的次贷违约，其效应也波及了整个金融系统。但是这种恐慌似乎有点过头，也让人摸不着头脑。整个次贷市场的总量不过 1 万亿美元，较之于抵押贷款市场总量的 11 万亿美元相去甚远；并且，在 1 万亿美元的次贷市场中，只是一部分贷款出现了违约；这些贷款的总额相比于它给整个经济和银行业造成的损失来说只是九牛之一毛。更让人摸不着头脑的是，一些银行（比如说，北岩银行）持有的次级贷款相当少，却在危机中损失惨重，这是为什么呢？

布鲁那米尔和纽约大学研究银行挤兑的拉瑟·佩德森给出的答案是，**金融危机在很大程度上是个流动性紧缩的问题。**银行持有长期资产，但是它们需要流动性，就是说，在短期内需要有触手可及的现金。受金融危机打击的很多银行并不是因为自身业务出了什么根本性的问题——至少在前期没有此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类问题，单个贷方也没有受情绪驱动而做出不理智行为，表面看起来的确如此，其根本的原因是，流动性枯竭导致银行资金匮乏。

布鲁那米尔和佩德森阐述了一种理论来解释这个现象：他们用“流动性螺旋”来描述银行破产或是接近破产的情况，这是一个由数个因素所构成的恶性循环。

> 由于各地信贷紧缩，银行逼不得已急切需要卖出持有的抵押贷款证券，可它们找不到任何买家；因为每个人的境遇都一样，每个人的资产负债表都相当薄弱。银行开始大规模裁员，并打电话询问其他业内人士有没有兴趣购买债务抵押债券，通常他们得到的回应是“你要找的人已经不在这儿工作了”，要么干脆就没有人接电话。

更为雪上加霜的是，原本从证券化抵押贷款中创造出大量宽松信贷的放大机制开始起反作用。抵押贷款证券价值下降，银行的资产也随之下跌。银行为了避免举债过高，不得不收紧银根，出售抵押贷款证券换取现金，维持杠杆率。**而出售抵押贷款证券的行为又进一步促使证券价格下跌，也就随之导致了银行资产缩水，信用降低。布鲁那米尔和佩德森称之为损失螺旋。**

除了这些损失之外，迫于现实状况，信贷标准也开始收紧。资产价格愈加波动，违约风险愈加上升，因此，银行开始严格控制贷款。**当银行提升保证金要求时，其他银行和交易者不可避免地会受到伤害，他们被迫出售资产，导致价格和信用进一步下跌，他们称之为保证金螺旋。**所以，即使是单个银行的谨慎做法也会导致流动性加快萎缩，这种对市场风险的理性应对办法反而加大了整个市场的风险。

这些机制相互促进，同时发挥作用。损失导致出售，而出售加大损失。这种螺旋使得信贷市场深受其害，同时，它也解释了北岩银行出现的挤兑情况。尽管北岩银行持有的抵押贷款证券为数不多，可是，它的贷方，多数是银行，在去杠杆化的过程中要求收回贷款，这就造成了北岩银行的危机。而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

北岩银行的资产主要是长期资产，它难以获得短期资金。普林斯顿大学经济学家申铉宋（Hyun Song Shin）说：“一旦贷方的资产负债表萎缩，北岩银行将变得不堪一击。”所以，个人投资者竟相挤兑北岩银行是这个问题的结果而不是原因。更具破坏性的挤兑来自于因为自身问题而撤出资产的机构贷方。最后，由于英格兰银行介入，提供了必要的流动性，市场秩序才得以恢复。正如申铉宋所言：

> 虽然我们在电视上看到北岩银行的各个网点被个人储户围得水泄不通，可北岩银行流动性危机的直接原因并不是这些个人储户，而是购买了北岩银行证券而后撤出的中长期贷方。

流动性螺旋席卷了整个金融体系。市场陷入停滞，公司信贷冻结。就连一些少有耳闻的资产类别也陷入了困境，例如标售利率证券（Auction-Rate Securities，ARS）。该证券遭遇困境后立即成了头条新闻，部分原因是这些证券是作为现金的等同物出售给富有的投资者的，但是没有人曾提及其潜在的流动性风险。依赖宽松信贷而高额举债的对冲基金也难逃流动性螺旋，被迫向缺乏流动性的市场出售资产，结果，多数对冲基金在2008年的前9个月都出现了亏损。根据《纽约时报》的报道，当时仅有1/50的对冲基金实现了较为丰厚的盈利。随着信贷紧缩，金融业内几乎所有人都遭遇了不同程度的困境，证券化之父路易斯·拉涅利也未能幸免。拉涅利是富兰克林银行的主席和创建者，而富兰克林银行曾大量贷款给佛罗里达州和加利福尼亚州的建筑商，因此在信贷紧缩时该银行市值大幅下跌。2008年11月，富兰克林银行被美国政府收归国有。

回顾投资银行和对冲基金的重大损失，布鲁那米尔对我说：

> 从社会规划的观点来看，对冲基金承担不可避免的尾部风险（极端时间产生的风险）并不是件坏事。让承担得起风险的富人来承担

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险总要好过让穷人来承担风险。如果有人在泡沫出现早期就采取对策，很多系统性风险原本是可以避免的。

股市崩盘之后，情况发生了变化。危机不再只是对冲基金或是投资银行的问题，整个国家，乃至于整个世界都遭受了重创。布鲁那米尔坦言：“现在我们进入了一个不同的阶段。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 30 章

危机后的反思

在国会听证会上，前美联储主席艾伦·格林斯潘在解释 2008 年金融恐慌产生的根源时说道：

这次危机的发生正是由于未能对此类风险资产合理定价……但是这个知识体系在去年夏天分崩离析，因为风险管理模型采用的数据仅仅覆盖了过去的 20 年，而那是狂欢作乐的 20 年。

很多人都指望贷款机构能出于自身利益的考虑保护好股东的资本，但现实让这些人，尤其是我，感到震惊而且难以置信。

现实并没有让那些认为人类（包括人类设计出的高级电脑模型）容易犯一些直觉错误（例如过度自信、目光短浅和主观臆断）的人们感到有多震惊。事实上，令人吃惊的是格林斯潘本人会感到震惊。行为经济学有一个核心发现，那就是，**人们对自我利益的理性追逐并不能保护他们免遭经济损失，尤其是在自我利益的追逐不受约束的情况下。**

同样的认知局限和直觉错误也有助于解释为什么少有经济学家能够准确地预测这次金融崩溃。且不说预测本次金融危机，即便是从事后看来，要解

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

释金融危机的始末也不是件容易的事。证券化拉近了许多行业和部门的关系，包括房地产业和信贷市场。金融领域如此广泛，我们那狭隘且被框定的视角难以洞察它的全貌。

能洞察房地产泡沫的人可能无法看到信用评级机构的不端行为、银行的高额举债，以及证券化体系的脆弱之处；同样，证券化领域的专家也过于关注自己所研究的领域而忽视了整个经济的全貌。多数金融权威专注于股市，却对信贷市场知之甚少。

所以，当信贷市场出现问题时，这些专家都毫无防备。

任何人都难以准确地预见美国次贷市场的问题会如何导致信贷市场冻结（比如出现欧洲的银行挤兑现象），因为这个问题的牵涉面太广，非人力可能及。

就证券化本身而言，金融产品的不透明使得它们难以被清晰准确地评估。路易斯·拉涅利告诉《华尔街日报》，该行业的瞬息万变和极端复杂“几乎令人望而生畏”。

最后，直到金融行业崩溃，该行业仍然在巨额牟利。许许多多的证据表明，那些对危机有所防范的投资者、银行家、记者、经济学家在危机侵袭时做到了处变不惊。

整场危机涉及了许多持有不同动机、运行在不同层面的参与方。危机的原因部分归咎于人们的行为，诸如错误的直觉和非理性的信念；部分归咎于运转不灵、鼓励过度承担风险的金融系统。在一些层面上，错误的直觉和非理性是主要因素；而在另一些层面，比如去杠杆化及其导致的流动性螺旋、理性的决策也给整个市场带来了毁灭性的后果。

毫无疑问，**行为错误在房地产泡沫乃至整个危机中都处于中心地位**。投机于南佛罗里达的房主对未来房产价格和自己的还贷能力过于自信。所有人都认为房产价格会只升不降，然而，同样参与交易的抵押贷款经纪人却不会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抱有如此错误的看法，实际上，他们的行为虽然并不一定道德，但却非常理性，他们在促成这些交易的时候也并不承担任何风险。

投资银行的业务更是模棱两可。你既可以从"不理性行为"的角度，又可以从"理性行为＋不良动机"的角度来解释投资银行的种种做法，而且我们很难辨别哪一个方面才是造成投资银行各种行为的主要因素，可能两者都各自发挥了作用。在诸多因素之中，不恰当的薪酬激励机制和纯粹的贪婪可能最有说服力。银行家的薪酬与他们的长期绩效没有必然联系，除非建立奖金追回的条款来约束他们，否则，在银行倒闭时，他们大可以堂而皇之地一走了之。然而，这些高管本身也是最大的股东，所以，仅仅将问题归咎于薪酬激励机制并不恰当，还不足以解释高管们的行为。心理因素，尤其是过度自信，可能要比传统的经济学更能解释这个问题。

行为学的见解同样有助于我们理解银行使用的电脑模型所存在的问题。不管这些电脑模型表面上看起来多么令人眼花缭乱，可程序员在设计模型时所基于的假设其实很幼稚。正如格林斯潘所言，无论从任何角度来说，这些模型对金融情况的估计都过于乐观，低估了现实存在的风险。

> 模型没有考虑到房地产业出现全国性低迷的可能，而且模型将单个银行去杠杆化的决策看成是孤立事件，没有预见到单个银行在去杠杆化时会产生流动性螺旋，从而给其他银行带来风险。模型没有预计到每家银行使用的金融模型都大同小异，从而对风险做出类似的反应，造成金融危机大传染。每家银行在设计模型时都将目光集中于自身，忽略了与其他银行的联系。
>
> 看问题缺乏全局观对投资银行来说并不罕见，正是因为这个重要的原因导致了它的自我毁灭。银行没有预料到每个人都会同时出售各自所持有的抵押贷款证券，结果造成完全没有买家的局面。

但是没人愿意相信银行模型的漏洞根源于基本的直觉错误。银行家们也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应该知道自己经常没有按照模型的指示采取决策。银行家有些看似一时冲动或是轻率鲁莽的行为可能是经过深入考虑的理性行为，毕竟，他们要为自己的利益服务，追求尽可能多的财富。这正是斯坦福大学商学院研究公司激励机制的德克·詹特（Dirk Jenter）的看法，他认为：

投资银行中的很多人肯定也知道他们的做法非常地吊诡。他们犹如在赌博，所下的赌注每年都能为他们带来回报，直到金融危机爆发。可到那时，他们又可以轻轻松松地全身而退，不顾他人的死活。每年他们能拿出2%的资产管理费和20%的利润，所以每年很轻松地就可以带500万美元回家。但在银行陷入困境时，他们最多向其他蒙受损失的人说声抱歉，如此而已。

詹特将之与出售加利福尼亚地震保险相比较。地震保险应该是笔好买卖，因为加利福尼亚州可能很多年都不会发生地震，保险商便可以年复一年地赚取可观的保险金收益。然而，一旦发生不可避免的大地震，保险商就难免会破产。因此，为了防止发生类似状况，加利福尼亚的保险业受到了严格监管。不过，债务抵押债券行业却没有严格的监管。

这个类比可以用来很好地说明美国国际集团伦敦子公司的行为。

美国国际集团伦敦子公司靠金融衍生品——信用违约掉期异军突起，它向债务抵押债券持有者提供保险，保证证券在一段时间内不会违约。美国国际集团是拥有11.6万人的全球保险公司，而其伦敦子公司仅有377名员工。伦敦子公司业务不断扩展，每年可以产生5亿美元的利润，员工的年均薪酬达100万美元。但是，金融危机爆发时，美国国际集团却无力偿还巨额保险。短短3个月的时间，伦敦子公司损失了250亿美元。公司高管留下一堆烂摊子溜之大吉，腰缠万贯地返回了伦敦的私宅。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

詹特说："5 亿美元的利润也许对整个公司而言无足轻重，然而却足以吊起公司高层的胃口。"此事说明了纰漏百出的激励机制更倾向于服务个人（或是运转不良的机构）的利益而非公司的利益，那么，为什么董事会和 CEO 们没有实施干预呢？

很多 CEO 都大喊冤枉，表示自己别无选择。他们要么承担额外的风险确保公司获得源源不断的利润，要么卷着铺盖走人。在竞争激烈的市场环境中，如果某位 CEO 的股权收益低于其他 CEO 的话，那他肯定难逃其咎。换句话说，是市场逼迫他们承担过度的风险，CEO 们不过是听命于股东的命令而已。不管怎么看待这个问题，CEO 们都会极力争辩，表示自己无可指摘，实属骑虎难下。因此，虽然 CEO 做出了理性的决定，可是这些决定对股东、对公司，甚至对 CEO 自己的长期利益而言却并不是正确的。

曾担任花旗银行 CEO 的查尔斯·普林斯也就此发表过言论。2007 年 7 月，他发表了一个不受欢迎但在事后被认为是有先见之明的言论。他说："当流动性的音乐停止时，情况就麻烦了。但只要音乐继续，你就必须强撑着跟随音乐跳舞。我们现在就在跳舞。"

激励机制的巨大漏洞是：CEO 们不仅为他们的员工设下激励机制，而且还试图激励整个市场。组约几家大型投资银行的 CEO 在华盛顿有极大的政治影响力，没有迹象表明他们为竞争对手的行为感到担心，或是认识到有必要共同削减风险。结果，CEO 们非但没有降低风险，反而一致推高风险。

> 2004，大银行的 CEO 们成功游说了美国证券交易委员会（SEC）提高各自银行可以使用的杠杆率。2008 年 4 月 28 日，经过一场简短而肤浅的会议，证券交易委员会放松了举债规则。在那场不到一小时的会议中，会场始终充满了自我庆贺的笑声。会后，这些银行获得允许，能够在不增加准备金的情况下双倍举债投资抵押贷款证券。

最初，仅有 5 家投资银行获得了这种无需增加准备金便可以提高杠杆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

使用率的特殊权力：雷曼兄弟、贝尔斯登、美林、摩根士丹利和高盛。短短的5年时间，5家银行没有一家作为投资银行而存活下来，前三家银行或是破产或是被收购；最后一家银行的CEO改头换面成了监管救市的美国财长——亨利·保尔森。CEO们非但不是金融系统的受害者，反而成了金融系统的主心骨。

回首一片狼藉的美国金融系统，以及导致金融崩溃的不良决策，格林斯潘也扛起了行为主义学的大旗。传统经济学和经济动机已经无法对危机做出圆满的解释，结果，格林斯潘把责任归咎于投资者的心理，尤其是极度理性的银行业预测模型没有考虑到人类的行为。格林斯潘对行为主义方法产生的热情令人惊讶，甚至显得前后矛盾，因为他深信投资者会始终理性地追求自我利益。然而，格林斯潘本人就是人类动机与经历复杂性的代表。他曾加入爵士乐团，走南闯北，四处演出（不知道他是否与预言世界将毁于银行家之手的爵士萨克斯风演奏者保罗·戴斯蒙一起演出过）。格林斯潘在美联储的政策常常有即兴的成分，这位美联储前任主席告诉国会：

> 有一天，人们回首今日，可能会把美国当前的金融危机评为第二次世界大战结束以来最严重的危机。其根本问题在于，我们那些已变得十分复杂的模型，既包括风险模型，也包括计量经济学模型，仍然过于简单，无法捕捉到驱动全球经济体的全部主导变量。
>
> 这些模型没有完全考虑到人类的内在反应，我认为，到目前为止，这只是对商业周期和金融模型的外围补充，它导致情绪在欣喜与恐慌之间摇摆，一代又一代地重复这种情形，几乎没有什么学习曲线的证据。目前资产价格泡沫的膨胀和破裂，与18世纪初现代竞争市场出现以来的情况如出一辙。诚然，我们往往给这种行为反应戴上非理性的标签，但预测者所关心的，不应在于人类的反应是否理性，而应在于它们是可观察到的和系统性的。在我看来，这在风险管理和宏观计量经济学模型中均是一个缺失的重大“解释性变量”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

监管

格林斯潘承认，银行管理不好自身的风险。结果，自我监管的失败引发了整个金融市场的崩溃。格林斯潘所提出的解决办法之一就是引入外部监管，依靠政府设立新的法律和监管机构。可是，要找到行之有效的监管办法并非易事：如果人们虽然贪婪但仍有理性的话，监管起来还不算太难；然而，如果人们不但贪婪，而且目光短浅、过度自信，被金钱冲昏了头脑，事情就麻烦了。

我与约瑟夫·斯蒂格利茨（Joseph Stiglitz）就此进行了一番交流。

> 斯蒂格利茨曾因为在信息和市场方面的突出贡献而获得2001年的诺贝尔经济学奖。作为一名经济学家，他拉近了学术研究和政策制定之间的联系，因为他自己也有不少政治头衔，包括克林顿总统经济顾问委员会主席、世界银行首席经济学家。斯蒂格利茨对监管有独特的见解，并且，他将游移不定、混乱不堪的危机应对政策分门别类。我与斯蒂格利茨通过电话取得联系，当时，他正准备乘飞机前往华盛顿。

斯蒂格利茨说：**监管理论基于市场和市场参与者三个不同的假设。第一个假设是政府只需确保竞争市场的透明度，保证市场良好运行。**根据此假设，如果买方真的了解债务抵押债券的构成及其风险，那么市场是可以给予债务抵押债券适当定价的。买方也应该可以规避掉更多有毒资产，至少会在将此类资产加入自己的投资组合之前仔细斟酌一番。举个在麦当劳用餐的例子，假如你知道双层吉士汉堡的热量是740卡路里，那么我想你在吃之前肯定会进行一番思想斗争。

第二个假设是，即便同时拥有透明性和竞争，我们仍然需要额外的监管来处理外部性。污染是典型的外部性，处于工厂下风向的人们会受到工厂污

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

染的影响，而工厂并不承担任何责任。同样，华尔街的有毒资产使中国的银行蒙受损失，从某种程度上说，这也算是一种污染。还有，其他银行在去杠杆化时导致了流动性紧缩，这种外部性也使北岩银行深受其害。根据外部性假设，政府有时需要介入监管竞争市场，确保一些人的行为不会给其他无辜的人带来负面影响。

第三个假设是，人是不理性的。政府必须保护人们被自己的不理智所害。斯蒂格利茨说：

> 市场发生的一些事件从根本上反映了人们的不理智行为。许多没有接受过高等教育的借款人沦为抵押贷款经纪人的猎物，因为抵押贷款经纪人对他们的行为和心理了如指掌。为了赚取最大的利润，经纪人拿这部分贫穷的房主开刀，使用初始优惠利率引诱他们上钩。正是由于经纪人的巧取豪夺，才导致资本市场的漏洞越来越大。

市场崩溃出于以下三个原因。

> 第一，结构性产品不够透明且难以估值；第二，在外部性方面，银行缺乏激励机制在去杠杆化时考虑可能导致的流动性螺旋和金融大传染；第三，抵押贷款借款人和银行高管们被市场繁荣冲昏了头脑，过度承担风险，引火烧身。

虽然三个方面都暴露了监管漏洞，可多数关于危机应对政策的讨论都集中在第一个假设：认为金融体系缺乏透明度是市场崩溃的原因，而市场参与者的不理智却被抛在了脑后。斯蒂格利茨说："人们觉得提高透明度便万事大吉，但他们忽略了一些潜在问题。"要是市场够有效，参与者够理智，那还有什么必要提高透明度呢？为什么不是市场来提供透明度呢？为什么之前缺乏提高透明度的激励机制呢？这些表面上的矛盾证明了市场以及市场参与者其实并不完全理性。斯蒂格利茨这样评述透明性假设："这是个前后不一致的理论。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至于外部性（市场活动给不直接相关的其他方造成的影响），监管者必须寻求办法避免银行被其他银行造成的信贷紧缩所连累。运转更为良好的金融体系应该有能力减小金融问题的扩散。**监管者不要只关注杠杆使用限制的力度和银行资本储备金的数量，更重要的是，监管者需要考虑银行资产的流动性，确保银行能够抵御信贷紧缩。**

除了监管者以外，其他参与者该怎么做？第三个假设要求人们采取什么对策？斯蒂格利茨建议：

> 如果市场参与者不够理智，我们需要坚决禁止利用他人的不理智为自己牟利。再聪明的人也会反复犯同一个错误，比方说低估资产价格下跌幅度或是低估风险的概率等。

斯蒂格利茨就如何进行监管调整有很多见解，其最终目标就是建立起较之于当前更强健、更稳定的新金融体系。他提倡设立金融产品安全性委员会，以便评估新的金融产品是否安全，是否可行，该委员会将为金融产品设立标准并揭示产品各自的风险。

除了增强金融工具的透明度，还需要增强金融系统内部人士动机的透明度。包括让公众了解抵押贷款贷方、评级机构和银行家在每一笔交易中获得的费用。此外，更大的透明度体现在让个人认识到自己的不理智。借款人常常会忽略借款的风险。斯蒂格利茨说："你可以向人们说明不理智的本质，帮助他们处理一些严重问题，例如掠夺性贷款和过度承担风险。"

斯蒂格利茨表示，**真正全面的解决办法是建立起一个能够保证金融系统在良好环境下稳定运行的监管框架。**他说："我们需要限制举债还要限制过快发展。"本书之前所做的消防规范的类比用在这里再合适不过了。

> 在修建楼房时，人们倾向于低估发生火灾的风险而不愿付钱修建消防通道，但建筑法案明文规定所有建筑必须修建消防通道。同样，金融体系中的参与者也总是低估市场衰退的风险，或是因为激

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

励机制不善而导致人们一味冒险，或是因为人们被金钱冲昏了头脑。要防止未来再次出现金融灾难，监管条例就必须要求银行建立规避系统性风险的防火墙。虽然这样做会降低银行的利润，但却可以给所有人带来安全和方便。

实施市场监管，把投资者自身引发的危害维持在可控范围，使市场免受市场参与者的直觉错误所导致的灾难，有助于增强美国整个金融体系，也有助于应对未来爆发的类似危机。当然，监管者本身也会存在偏见和不理智的行为，我们可以看看美国政府最初应对危机的做法。美国财政部长保尔森在救市时缺乏始终如一的监管策略，轮番尝试各种方法，似乎他自己心里也没有把握。在危机中，监管者最常用的办法就是通过热情洋溢的演讲来振奋市场信心，但保尔森在使用这招时却运气欠佳。斯蒂格利茨说："也许保尔森曾有过以不理智的演讲说服不理智的人们的经历，但是这次这招却不管用了。"

保尔森作为投资银行家的背景也许最能说明为什么他的策略前后不一致。**行为经济学对CEO的研究表明，企业高管会深受自己经历和背景的影响，他们很少考虑实际面临的问题。**保尔森担任美国政部财长后仍然难以摆脱原本投资银行家的视角，孤立地看待每个事件。要拯救雷曼兄弟吗？不！要拯救美国国际集团吗？要！保尔森没有将这些问题看做是系统性的宏观经济危机，而是把它们当成了彼此独立的交易。

这些关于政府监管的各类观点是增强金融体系的方式，但个人投资者应该怎么做呢？投资者应该如何自我监管来提高投资效益呢？在本书结尾部分，我将探讨个人投资者去除直觉偏见的各类办法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七部分 07

投资决策中的心理博弈

现在你已经明白：在处理金融问题时，直觉会影响你的决策。你可以跟随大众的脚步，或是跟着感觉走，依靠直觉来做决策；当然，你也可以经过深思熟虑做出更加周全的金融决策。相信迅速的直觉还是周密的思考？由你决定！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 31 章

轻松打败直觉的 5 大策略

我们知道，人们在做金融决策时会犯一些直觉性的错误，那么："怎样才能避免这样的犯错误呢？"这个问题很少有人研究，我们对此知之甚少，面临的挑战也非常大：我们的认知偏差和直觉错误很可能在很久以前就已经根深蒂固了。它们的出现可能早于语言，甚至早于人类。动物同样也依靠直觉来寻找食物或是躲避天敌的袭击。只不过它们不会进行信用评级或是将抵押贷款证券化罢了。

那么，我们怎样才能保护自己不受直觉所害呢？政府监管是社会的事，但是个人投资者应该怎样做才能去除偏见，避免自己的直觉错误？在金融决策方面，贯穿本书的逆直觉投资策略就可以用于提高我们的投资业绩。但还有另外一个方法，就是利用行为学介入，包括心理和身体方面的介入。我将在下面的几个部分来讨论这些行为学介入。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自学金融知识

密歇根大学的心理学家理查德·尼斯贝特（Richard Nisbett）告诉我："我认为去除偏见并不是一件难事，简直就是小菜一碟。"尼斯贝特的研究表明人们在思考和了解世界的时候是多么地外行。他认为，从17世纪开始，社会的进步以及科学知识的传播一直在成功地去除人们决策时的偏见。

尼斯贝特表示，在17世纪，终身年金的成本对一个两岁的孩子和一个70岁的老人来说是一样的。当然，那时一个两岁的孩子并没有像今天这么长的预期寿命，但是这个错误的真正原因是没有人知道该如何计算概率。随着概率理论和统计学的发展，其概念为大众所知，人们逐渐了解了这些观点，便不再依靠自己的直觉来做统计学决策了。

通过自学金融知识，你可以加快对金融决策的认识，而不用再耐心地等待经济学的新理论缓慢地推动自己前进。投资者可以了解到股市是随机的，或者说它大多时候是随机的，并且，我们难以从一些异象之中来预测股市的走向。**通常情况下，投资者所普遍认为的未来股市走向是错误的，实际上，这可以作为逆反投资的指标。**资产配置对投资的重要性现在已是尽人皆知，但是资产定位的重要性相对来说却不是那么地广为人知。

> 资产定位就是指将你的资产放在什么地方，比如说放在可征税的账户中还是放在免税的账户中，例如个人退休账户（IRA）或是401(k)账户。这是降低缴税金额同时增加收益的一种方法，其根本原则就是你需要将自己的非省税投资工具，例如债券，放进这个账户之中。因为在这个账户中，你不必立即缴税。相反，那些不会产生过重税收的投资工具，例如指数型基金，就可以放在可征税的账户之中。

了解投资的科学还要认识到它的局限性。其中一个局限性就是，尽管人们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都鼓吹经济学是一门像物理学一样既严谨又精确的科学，然而，经济学是一门不折不扣的社会科学。虽然行为金融学已经极大地提升了经济学的实证意义，但是它本身仍然是一门非常年轻的社会科学，还有很多方面不为人所知。

最近的金融危机也表明，大多数经济“预测”在很大程度上是对过去的观测，是利用以往的数据和统计关系来预测的。从心理学上来讲，这一做法被过于狭隘地“框定”了。当市场进程随着危机而发生变化的时候，这些以往的数据就不再具有任何指导意义了。金融危机本应该导致人们对经济预测的信任危机，但是，事实似乎并不是这样。

另外，金融经济学过度以美国为中心，而其他国家的股市历史和美国的股市大不相同。放眼全球股市，我们可以看到，在股本投资方面，各国股市的风险是大不相同的。埃尔罗伊·迪姆森（Elroy Dimson)、保罗·马什（Paul Marsh）和麦克·斯丹顿（Mike Staunton）等研究者研究了各国的股本收益，最后发现：“对大多数国家而言，股市并没有带来长期的正收益。一般来说，正收益之间通常有 20 年的间隔。”

> 历史数据显示，在瑞典、英国、瑞士、爱尔兰和荷兰的股市，投资者需要持有股本 20~30 年才能保证正收益。在另外一些国家更糟，迪姆森说：“日本、法国、德国和西班牙的投资者需要更大的耐心来确保实际正收益，可能需要 50~60 年的时间；意大利和比利时的投资者则需要超过 70 年的投资期间。”

大多数人都认为，从长期来看，股市是安全的。但是，这种看法大有问题，我们至少应该问一问：“这条法则是否适用于美国的股市？”或者，“美国的股本收益会不会变得像意大利和比利时的股本收益一样？长期指的是多久”，要是需要等待 70 年的话，那这个时间就未免太长了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

借用金融顾问的心理价值

投资者寻求金融顾问的帮助要么是因为需要金融顾问的专业知识，要么是因为投资者本人没有时间或者兴趣来管理自己的投资组合。但是，使用金融顾问的最大好处可能体现在心理价值上：**金融顾问可以成为避免我们陷入最糟糕的直觉错误的一道防线，因为相对于我们而言，他们不会在投资中倾注太多的情感**。行为经济学家迈尔·斯塔特曼告诉我：

> 借助金融顾问是一个极佳的辅助机制，当人们感到恐惧时，他们就会自然而然地依照直觉行事，这时候就很容易犯投资错误。金融顾问可以帮助你进行思考，避免你过快做出金融决策，这样，在投资之前，你就会有一段时间冷静下来仔细思考。

理财顾问行业本身也认识到了这种心理价值，理财顾问也再三强调自己的金融技能。**寻求理财顾问的帮助，是管理好退休储蓄投资最简单的办法。**这与运动员向教练寻求帮助是一个道理。

尽管理财顾问能够帮助我们克服固有的偏见，但我们必须要认识到，他们自己也是有偏见的，最明显的一个偏见就是金钱：因为理财咨询也是一个行业，理财顾问也会最大化资询费用，所以，**我们要找那种只收费用而无隐藏佣金的理财顾问**。他们可能会承诺“开放式体系结构”，这就是说，他们会从其他任何地方选择投资工具，而不仅仅是从他们的经纪人或者交易商那里选择投资工具，但是他们也可能会迫于代理商和经纪人的压力而选择他们的金融产品。**作为一个顾客，如果理财顾问的母公司的基金过多地出现在你的投资组合中，你就应该把这些基金剔除掉。**

关于理财顾问的一个更加微妙也更加重要的问题是税收。税收比佣金和投资费用更容易拖累我们的投资收益，但是税收却并没有得到理财顾问和客

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

户的足够重视。理财顾问提出金融建议的时候，通常是基于税前的考虑。他们几乎无一例外地向你报告的是税前收益，这是该行业的系统性问题，也是很多客户没有得到妥善服务的地方。也许从表面上看，你战胜了标准普尔指数，但在除去税收和费用后，你的投资就大不如前了。

我们以锐联资产管理公司的创始人罗布·阿诺特的个人投资表现为例。

20 世纪 90 年代早期，阿诺特个人投资的税前收益率几乎达到了每年 18%。而当时的市场收益率为 12%，因此，阿诺特认为自己的业绩非常出众。可是，当除去税收之后，他的收益率仅仅在 15% 左右，尽管这个数字仍稍高于市场收益，但是与他原来的期望值相比却相去甚远。受到这个事实的打击后，阿诺特决定在投资的时候将税收看做优先处理的问题。他协助开发了一种省税的指数型基金。此外，他还受此激励和塔德·杰弗里（Tad Jeffrey）合写了一篇突破性的文章：《你的收益是否足够支付税收》。这一研究探讨的是投资经理战胜市场的收益，或者叫做阿尔法值，是否足够抵消积极资产管理所带来的税收。对很多投资战略来说，这个答案很明显是否定的。相比之下，被动式管理指数基金能够提供更佳的税后收益。

客户与他们的顾问都需要让省税成为金融规划过程中不可或缺的一部分。比如说，在 2008 年股市大幅跳水后，很多投资者的自然反应就是继续潜伏，不卖出任何资产，希望市场能够尽快恢复。如果他们当时能够利用投资损失避税的话，尽管这一做法可能会带来痛苦，但是他们将会享受到数年没有资本收益税的好处。

系统性的解决办法是，让理财顾问报告投资资产的税后表现，并且在创建投资组合时，牢记这一目标。通常，除非客户向理财顾问提出要求，否则他们一般不愿意提供这样的报告，因此，这个责任在很大程度上就落到了客

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

户肩上。对我们来说，思考方式的偏差是潜在的挑战：税收是隐性的，当我们不得不为之埋单的时候，税收才会显现出来。与之相比，支付费用和佣金是明码实价的，因此我们会对之更加注意；并且，因为税收并不显著，因此投资者并没有把它们充分纳入考虑范围。从税后的角度来看，投资者所做的投资决定非常糟糕。所以，下一次当理财顾问兴奋地告诉你可能存在的投资机会时，在你做决定之前，一定要问问他该投资可能产生的税后收益。

要时刻提醒你自己和你的理财顾问，**投资的一个最基本原则是：盈利多少不重要，重要的是能够在盈利中保留多少。**

建立小圈子

美国一些最富有的家庭私下都拥有一些讨论圈，共同分享财富管理的见解和其他信息。这种圈子有很多，大多数都在公众视线以外，它们不允许经纪人或者理财顾问参与，除非他们被邀请来做讲座。这是一种门当户对的聚会，或者说是一种富人之间的集会。这些家庭有特殊的需求，很多是心理的需求。一方面，他们对自己拥有的巨额财富感到愧疚；另一方面，他们也在寻求实现慈善目标的最佳方式；此外，这种家庭极容易成为一些金融骗子的目标，比如说伯纳德·麦道夫和他的“庞氏骗局”。

其他家庭也有自己的需要。这种圈子并不为超级富豪所独有，成立这样一种圈子有助于解决各个家庭存在的金融和心理问题。行为金融学的创始人之一赫什·舍夫林细致地描述了这种投资圈子的状况：

> 我认为它应该建立在12个步骤之上。圈子内的成员可以运用这些步骤的一些原则发现问题、相互支持，成员之间要做到坦诚和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

互信。而投资者绝对不愿承认自己愚蠢，要承认自己的无知或是错误相当困难，除非每个人都犯了相同的错误。

金融讨论圈有助于建立一个去除偏见的机制，这是单个的个人投资者所无法达成的。我们依靠一己之力难以避免犯错误，所以，拥有集体的帮助会使我们更容易克服自控的问题。减肥中心就是一个例子。在集体的框架下，每一个人都可以通过相互促进来达到一个共同目标。

要发挥这种圈子的作用，参与者需要了解一些金融的理论概念，包括行为金融学，只有这样才能避免整个圈子彼此交流的都是一些糟糕的经验和做法。比如，比尔兹敦妇女投资俱乐部（Beardstown Ladies Investment Club）就说明了这种圈子也可能产生反作用。

比尔兹敦妇女投资俱乐部是一个主要由老太太组成的金融圈子，在20世纪90年代由于它战胜市场的能力而名噪一时。在俱乐部出版了数本投资建议的畅销书后，人们发现这个圈子里的人也出现了计算失误，俱乐部的业绩实际上低于市场表现。

补充糖分

拥有两个决策系统使我们既可以通过分析又可以通过直觉进行决策。依赖眨眼般迅速的直觉系统较为简单；而依赖分析思维并且积极地避免直觉思考则更缓慢、更困难。一项新的心理学研究表明，这两个决策系统与一种物质有关，这个研究还发现了一些能够使我们在必要的时候更简单地转向分析系统的方法。

加利福尼亚州的一个心理学研究生E. J. 马西卡博（E. J. Masicampo）与心理学家罗伊·鲍迈斯特尔（Roy Baumeister）共同设计了一个非常精明且复

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杂的实验，用于研究分析和直觉系统。该实验表明了人的身体和思想是如何协作的，以及身体状态与精神状态是如何联系的。归根结底，是糖在起作用。马西卡博解释道："分析决策非常困难，而直觉决策相对简单。当体内的葡萄糖因为用脑过度而枯竭的时候，你就开始敷衍地做一些决定，你会选择简单的决策系统。那些缺乏糖分的人停止了费力的思考，因为跟随直觉的感觉更好，但这也导致了他们会做出比较不理智的决定。"

实验者要求受试者观看一个分屏的视频，屏幕的上方有一个女人在说话，但视频是静音的。屏幕的下方不断闪过许多词语：街道、鞋子、台灯、绿色。实验者选择的这些词语没有共同的主题，而且选的尽可能是中性词。受试者需要将注意力集中在视频中那个女人的表情上，从她的非言语线索中解读她的情绪，而不要去注意视频下方的词语。受试者必须集中精力才能看出那个女人要尽力表达的内容。所有受试者都以为自己参加的是一项了解非言语行为的心理测验。的确，他们参加的是一项心理测验，但是这个测验是为了耗尽他们的脑力，从而使体内的葡萄糖耗尽，以便测验他们的决策能力。

在此之后，每位受试者都会得到一杯冷柠檬汁。一些人得到的柠檬汁里加有真正的糖；另一些人得到的柠檬汁里添加的是三氯蔗糖。尽管这对受试者而言似乎并不重要，但对实验却至关重要。

现在，受试者需要做一个艰难的决定，那就是从几所公寓中选出最佳的。第一所公寓离学校很近，可面积比较小；第二所公寓离学校虽远，但是面积比较大；一些受试者还被给予了第三个选择：一所离学校又远而面积又小的公寓。正是这第三个选择让人抓狂。从心理学上来讲，这被称做"诱饵"，因为无论从哪一个角度来说，它都次于其他两个选择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

> 结果，那些喝了加糖柠檬汁的人所做的决策更理智，更不容易被诱饵所迷惑，胜过那些喝含三氯蔗糖柠檬汁的人。那些喝了含三氯蔗糖柠檬汁的受试者更容易凭直觉做出判断，他们将大部分精力集中在诱饵上，尽管这根本就不应该被考虑，因为它是一个毫不相干的选择。简而言之，耗尽葡萄糖的受试者极易变得不理智，更容易选择诱饵，而那些没有耗尽葡萄糖的受试者则会很轻易地将诱饵排除。

马西卡博说："这个实验说明，在人们做困难决定的时候，葡萄糖会随之消耗。我们需要将体内的葡萄糖保持在一定的优化水平上，才能更好地实施自我控制和决策。"

当人们耗尽脑力的时候，体内的葡萄糖也随之耗竭，人们就更容易跟随直觉的选择，而不会细心思考。补充糖分减少了我们对直觉决策的依赖，使我们获得了分析问题的能量。所以，**当你需要集中精力进行重要抉择时，一定要确定你体内的葡萄糖水平充足而且稳定。**马西卡博告诉我，尽管如此，但高于常值的葡萄糖水平也不会给你带来额外优势。决策前，通过睡觉补充能量是一个极佳的办法，这有助于你恢复耗尽的葡萄糖。总之，一定要谨记保持体内的糖分水平。相信这个理论吧，有益无害。

助推

除了依靠自上而下的监管，或是把每一件事情都交给个人来处理，行为经济学还提供了一个去除偏见的折中办法。对于一些质疑政府高压监管、相信人们只需要一些帮助就能依靠自己做出正确决策的人来说，这个办法是非常有吸引力的。这个办法就是把人们往正确的方向上"助推一把"。这种"助

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推”不是强制性的，它的魅力在于利用了我们的偏见来为我们服务。行为经济学对偏见进行了仔细研究，例如惰性和目光短浅。如果你参与了401(k)计划，那么你可能就已经接受了行为经济学的这种助推，只不过自己没有意识到罢了。

401(k)计划中的助推就是寻找一些方法帮助人们为退休储蓄更多的资金。如果你加入了401(k)计划，那么你是幸运的。美国劳动力中只有一半的人参与了这种由雇主提供的退休计划，但是一些有资格参与401(k)计划的人并没有充分地利用它。平均来说，人们可能要花两年的时间才能加入401(k)计划，而且很多人压根儿就不参加。

经济学家大卫·莱布森、布里吉特·马德里安（Brigitte Madrian）和詹姆斯·乔伊进行了一项研究，分析有资格参与401(k)计划的雇员的参与率。结果，经济学家们发现了一些奇怪的现象。

有一位雇主，其雇员的401(k)计划参与率大大高于他的竞争对手。这与401(k)计划的设计有关系。当这位雇主的雇员在受雇用之时，他们就被自动加入了401(k)计划。当然，如果他们愿意的话，也可以随时退出。但是，在其他雇主们的公司里，事情却恰恰相反：如果雇员想参与401(k)计划的话，他们必须积极地做出决定并申请加入。

莱布森和他的研究团队很快就发现了401(k)计划在设计上的这种小变化，它的原理来自于行为经济学。加入401(k)计划被设置为“默认状态”，雇员需要申请才能退出计划，而这是需要花一番力气的。但如果雇员们什么都不做，他们就自动地加入了401(k)计划。所以，只须要把默认状态设置为加入401(k)计划，那么经济学家就可以大幅提高401(k)计划的参与率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行为经济学可以解释其中的缘由：

> 惰性主宰了我们参与 401(k) 计划的决定。默认状态引导了我们的决策，因此我们很少理性地思考这个决策会带来的后果。当然，雇员们出于某种原因也可以退出 401(k) 计划，因为这个计划不是强制的。但是要退出这个计划，就意味着要战胜人们本身的惰性，这对很多人而言是难以做到的，尽管这只是填一张表格，表明自己不想参与 401(k) 计划而已。

行为经济学家们同样也找到了使我们将更多的薪水投入到 401(k) 计划中的方法。有一种方法被称为"明天储蓄更多计划"，这是由经济学家施罗莫·贝纳兹（Shlomo Benartzi）和理查德·塞勒设计的。这个计划要求雇员在下次加薪的时候再增加 401(k) 的储蓄，这样他们就不会感觉到可支配收入减少了。从行为学的角度来看，这意味着那些增加的储蓄是在未来的某个时候增加的，所以在做决策的时候，人们不会感到那么痛苦。借助这一方法塞勒和贝纳兹成功地使员工的平均 401(k) 计划储蓄率从不到 4% 增长到超过了 11%。

默认状态和类似的福利计划的设计理念，如今在决策界随处可见。一谈到退休收入选择、医疗保险，或是任何一个必须要做出决策的地方，人们通常都会提到实行"默认"的办法。**"默认"是行为经济学的一个成功案例，这是学术界所找到的一个将理论转化为实践来提高人们生活水平的方法。**

这些理论是否被夸大了呢？这得看它们被用在什么地方，以及被如何使用。毫无疑问，"默认"在一些人们没有特殊偏好或是没有足够经验的地方可以发挥作用，例如 401(k) 计划。但是，如果认为类似的理论能够对机构投资者（例如对冲基金）起到任何效果的话，那这个想法是十分荒谬的。

> 信贷危机涉及一些业内人士的决策，他们有非常严重的偏好，并且对这个行业非常熟悉。高层银行家们忙于设计复杂金融衍生品的使用方法，以此绕过现行的监管。一个友好的助推能否给银行产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生相同的影响，促使它们符合法律要求，提供更多的流动准备金，我对此深表质疑。

最后一个笼罩在401(k)计划默认状态上的问题，也是涉及几十亿，甚至几百亿美元的问题："这种默认状态能够增加多少储蓄？"它们能够增加401(k)计划的参与率和储蓄，但是参与者可能会在其他地方削减储蓄。他们可能削减储蓄账户或投资账户中的储蓄，或者他们会产生更多的借款。目前，没有人知道对401(k)计划的助推是否能够代替或超过其他储蓄。尽管这种默认方法看起来像是改进我们储蓄行为的一种极为有效的方式，但是，它可能存在的副作用现在还是个未知数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 32 章

做出理性的投资决策

波兰作家瑞斯札德·卡普钦斯基（Ryszard Kapuscinski）在其著作《帝国》（*Imperium*）中评论前苏联解体时写道：

> 就在前苏联解体前夕，西方众多的苏联问题专家还普遍认为苏联模式是世界上最稳定，也最持久的治国模式。当时没有一个美国政治学家能够预测到苏联的解体。
>
> 关于现代世界的所有推断都没能实现，未来学已经陷入危机，它失去了以往的名望。时至今日，被微小、简单而静止的世界塑造了数千年的人类想象力，也仍然无法理解和预测到事情的真相。

美国和西方金融系统逼近崩溃的边缘并不代表西方资本主义走到了尽头。但是，对于一个所有人都认为是安全且毫无漏洞的系统来说，这无疑是一个沉重的打击，为每一个人敲响了警钟。西方的分析家和经济学者同样也没有预料到金融危机的爆发。他们把投资银行难以解释的巨额利润当做是银行家过人智慧的表现，没有看到其中蕴藏的极端风险。结果，危险并不是来自不可预测的外部因素（就像人们有时所说的“黑天鹅”），而是来自金融体系的内部以及体系建立的内在方式。

评论家对金融的“勇敢新世界”大加称赞。2006 年国际货币基金组织

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一篇报告的标题就反映了这一点：面对循环挑战的全球金融系统的弹性。报告中写道：

信贷风险的广泛分散降低了银行业的风险。人们普遍认为，由众多投资者持有信贷风险增强了金融系统作为一个整体抵御潜在金融动荡的能力。

几乎所有人都认为，无论从灵活性、盈利能力、效率还是从弹性上说，当代金融系统在历史上是无与伦比的。

但是，这些分析家没有看到金融系统实际上已经变得越来越危险，已接近崩溃的边缘。而且正是这些专家，现在仍然活跃在自己的岗位上，在华尔街，在学术界，哪里都能见到他们的身影，他们丝毫没有一点羞愧的表现。他们平日非常繁忙：写报告、上电视、上广播，口若悬河地向大家讲述他们对股票市场、房地产市场以及各种投资的见解和预测，他们乐于与大家分享他们对未来的看法和观点。然而，更有趣的问题是，为什么我们还听信于他们呢？

多年来，证券化体系周转不灵的结构已经非常明显了。

抵押贷款借款人能够获得抵押贷款而无需担心是否有偿付能力。抵押贷款贷方能够大获其利并把问题转嫁给其他人。评级机构在为债务抵押债券评级的时候是从发行方而不是买方那里获得费用。信用违约掉期不是在开放的交易所里交易，因而增加了每一个交易者的风险。银行的激励机制也大有问题，它们支付重金鼓励银行家承担极端的风险，而在出现问题之后，银行家本人却不必为自己的行为负责。在更宽泛的金融系统中，虽然银行维持了资本储备金的标准，但是这些储备金缺乏流动性，不能抵御流动性螺旋。银行在迅速抛售资产时没有考虑到这么做会给其他银行的资产负债表带来的外溢效应。监管者不仅允许，甚至鼓励这些做法，在泡沫不断膨胀的时候拒绝逆风而行。

整个金融体系虽然庞大却根基不牢，尚不成熟，就如同新兴经济体的金融体系，完全不像是先进经济体中的先进金融体系。它的基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

础设施尚不完善，不能够在出现金融问题的时候提供稳定的规则、监管和机构。美国的道路和桥梁破烂不堪就是基础设施不完善的问题，然而相比之下，这个国家金融体系的基础设施却更为贫乏，更加混乱。

为什么没有人事前察觉问题呢？意识形态是其中一部分原因。每一个人都认为自由市场能够自己解决问题、自我修复体制和监管的错误，比如说激励机制的不完善、缺乏流动性、难以抵御系统性风险，以及投资者不受约束的非理性行为。然而，我们需要新的机构和监管确保充满竞争力的自由市场良好运转。监管良好的同时，不压制竞争，这才可以促进市场健康地运行。如果缺乏良好的监管，市场就会崩溃，就如在信贷危机中一样。比较讽刺的结果是，美国如今也不得不像前苏联一样将一些行业和银行国有化。

但是归根结底，**没有预见到这次危机应该归咎于心理原因**。没有人相信金融体系会发生如此惨重的崩溃，就像没有人能想象到强大的苏联会解体一样。我们贫乏的想象力平时都是在处理一些非常简单的问题，比方说天会不会下雨，那个女孩是不是喜欢我，等等。这样的想象力和直觉根本无法用来预测危机，我们狭隘而固定的思维根本做不到。

危机爆发后，它的原因变得如此地显而易见。这种事后诸葛亮的心理也是一种偏见，而且是一种极其有害的偏见。

> 事后看来，我们知道我们不应该押注冷门赛马，不应该卖掉连赢的股票，不应该投资那些表面像是赢家的共同基金（结果在我们购买之后它一路暴跌），不应该将401(k)账户的大部分资金用来购买股本（结果这些股本在危机之中消失殆尽）。

如果你根据看似正确的信息来做决策，而事后这些决策结果是错误的话，其实不能怪你自己，因为你不知道未来会发生什么事情。不过，现在你已经明白：**在处理金融问题的时候，直觉会影响你的决策，所以，今后一定要三思而后行，特别是在投资的时候**。你可以跟随大众的脚步，或是跟着感觉走，依靠直觉来做决策。当然，你也可以经过深思熟虑做出更加周全的金融决策。**相信迅速的直觉还是周密的思考？由你决定！**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者后记

人追求理性，却始终难以摆脱感性的牵绊。拥有感性，对于人生而言是种幸福，但对投资决策而言却可能是个灾难。在处理金钱方面的问题时，几乎人人都觉得自己必定充满理性、慎之又慎，可生活中的大量事实告诉我们，很多时候，左右投资决策的往往不是基于数据与信息的客观分析，而是直觉、偏见、从众、自大、贪婪、懒惰与恐慌等心理因素。因此，掌握人们的心理，理应成为投资者的制胜关键。

这本书正是关于投资决策心理学的著作，作者大卫·阿德勒从人们的心理出发，研究了关于投资的诸多决策，包括挑选股票、债券、共同基金和医疗保险等。本书是一部既紧扣理论，又充满生活趣味的投资佳作。立足于行为金融学与其他金融理论，作者不仅通过分析金融市场中心理因素的影响，而且通过列举赌马、赛狗、篮球运动员的投篮“手感”、橄榄球大联盟选秀、网球心理战术、赌场心理、掷硬币等大量生活实例，深入浅出地将复杂晦涩的金融专业知识简洁生动地呈现在读者面前，既让读者深刻领悟到金融投资的魅力，也为读者提供了行之有效的投资技巧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是译者与中国人民大学出版社的再次合作，很荣幸能翻译这样一本投资佳作。翻译的过程也是一个学习的过程，书中难免有令人迷惑难解之处，所幸有父母家人的支持关心以及良师益友的指点迷津。在此特别感谢父亲李正权和母亲孙丽萍对本书翻译给予的支持，以及韩晓非老师、好友刘文尧、朱玉犇对本书的翻译与后期校订所做出的贡献。

李伟

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

著作权合同登记号
图字：01-2009-5457

JUDGMENT

投资中**听任情感、本能和直觉**的摆布
必将变得**一贫如洗**

▶本书探讨了人们在面对股市及其他风险时的反应，是一本充满趣味的经典之作。书中还特别概述了许多投资者和研究这些事例的行为金融学家所得出的结论，既为新手提供了实用的建议，也为专业人士提供了大量丰富的例证，确实值得一读。

哈里·马科维茨

现代投资组合理论之父，诺贝尔经济学奖得主

▶本书通过大量例证令人折服地阐明了一个观点：理智的分析判断要比听信直觉更能在思想和财富上取得成功。

加里·拉夫曼

哈拉斯娱乐公司主席、董事长及CEO

上架指导：投资理财/行为金融学



湛庐文化·出品
Cheers Publishing

PEARSON

PEARSON Education

ISBN 978-7-300-13184-9

定价：42.00元